العمل بالصكوك الاستثمارية الإسلامية على المستوى الرسمي والحاجة إلى تشريعات جديدة

إعداد

أ. د. عبد الملك منصور

أستاذ القانون وعلم الاجتماع

بحثٌ مقدَّمٌ إلى

« مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول »

دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

٣١ مايو – ٣ يونيو ٢٠٠٩ م

هذا البحث يعبّر عن رأي الباحث
ولا يعبّر بالضرورة عن رأي دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي

هاتف: ٦٠٨٧٧٧٧ ٤ ٩٧١+ فاكس: ٦٠٨٧٥٥٥ ٤ ٩٧١+
الإمارات العربية المتحدة ص. ب: ٣١٣٥ - دبي
mail@iacad.gov.ae www.iacad.gov.ae

ملخص البحث

لقد أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية بصفة عامة والمصارف الإسلامية بصفة خاصة، وذلك بسبب التحديات المختلفة التي تواجه هذه الدول والمصارف الموجودة بها، سواء كان ذلك محلياً أو دولياً .

وقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات سريعة ومتلاحقة في مجال تقديم الخدمات والأنشطة المصرفية والمالية وتنوعها واستمرار تحديثها، مما انعكس على توسيع نطاق وأشكال المنتجات المصرفية والمالية مع توظيف مكثف للتكنولوجيا في توفير هذه الخدمات والمنتجات، ونشير هنا إلى الإبتكارات في الأدوات المالية الحديثة التي تتميز عن الأدوات المالية التي كانت معروفة وظهور أوراق مالية حديثة تجمع بين خصائص أوراق الملكية وأوراق الدين ...، والالتحام بين السوقين النقدي والمالي، وأثر ذلك على نمو الأدوات المالية القابلة للتداول، والتوسع في نشاط التوريق، من خلال توفير السيولة لأصول ذات سيولة منخفضة، مثل القروض والديون وبعض الأصول المالية الأخرى(١) .

ويمثل تطوير الأدوات المالية في النظام المصرفي في الدول العربية والإسلامية متمثلاً في مصارفها الإسلامية حجر الزاوية في هذا السياق، لما يمثله ذلك من رفع كفاءة تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد على الاستثمارات والاحتياجات التمويلية المختلفة، خاصة مع معدلات النمو المرتفعة في المدخرات في المصارف الإسلامية، التي تصل في بعض التقديرات إلى ما يتراوح ما بين ١٥ - ٢٠٪ في العام(٢)، فبدون تطوير الأدوات المالية للمصارف الإسلامية، سيؤدي إلى انخفاض كفاءة تخصيص هذه الموارد، ويبقي بعضها مهدراً، كما سيترتب على ذلك حدوث

---

(١) د. فياض عبد المنعم، الصكوك الإسلامية، الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني، أبريل ٢٠٠٥، ص٢.

(٢) المجلس العام للمؤسسات والبنوك المالية الإسلامية، دليل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ٢٠٠٢، البحرين.

اختناق في النشاط، وعدم إبراز الفلسفة والخصائص المميزة لهذه المصارف كوسيط استثماري، يوظف المال لخدمة تنمية المجتمعات .

وفي تقديرنا فإن عملية إصدار تشكيلة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية تمثل تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية، يمكنها من استيعاب المدخرات على مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يسهم في تقديم المصارف الإسلامية في إطارها الصحيح، فضلاً عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير احتياجات المشروعات الخاصة والعامة هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والاندماج مع السوق العالمية.

* * *

بسم الله الرحمن الرحيم

المبحث التمهيدي

مقدمة

لقد أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المصرفية والأدوات المالية ضرورة حتمية للدول العربية والإسلامية بصفة عامة والمصارف الإسلامية بصفة خاصة، وذلك بسبب التحديات المختلفة التي تواجه هذه الدول والمصارف الموجودة بها، سواء كان ذلك محلياً أو دولياً .

فالدول العربية ومصارفها الإسلامية في حاجة ماسة إلى الانطلاق في رحاب أوسع من الابتكار والتطوير لمنتجاتها وأدواتها المالية والمصرفية، يعكس بالفعل حقيقة وجوهر المصرفية الإسلامية في تمايزه عن المصرفية التقليدية، سواء في جانب أدوات تعبئة المدخرات، أو آليات توفير التمويل للأنشطة الاستثمارية والتجارية للأفراد والمؤسسات الخاصة والعامة .

وقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات سريعة ومتلاحقة في مجال تقديم الخدمات والأنشطة المصرفية والمالية وتنوعها واستمرار تحديثها، مما انعكس على توسيع نطاق وأشكال المنتجات المصرفية والمالية مع توظيف مكثف للتكنولوجيا في توفير هذه الخدمات والمنتجات، ونشير هنا إلى الإبتكارات في الأدوات المالية الحديثة التي تتميز عن الأدوات المالية التي كانت معروفة وظهور أوراق مالية حديثة تجمع بين خصائص أوراق الملكية وأوراق الدين ...، والالتحام بين السوقين النقدي والمالي، وأثر ذلك على نمو الأدوات المالية القابلة للتداول، والتوسع في نشاط التوريق، من خلال توفير السيولة لأصول ذات سيولة منخفضة، مثل القروض والديون وبعض الأصول المالية الأخرى(١) .

---

(١) د. فياض عبد المنعم، الصكوك الإسلامية، الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني، أبريل ٢٠٠٥، ص٢.

وقد استطاعت الهندسة المالية أن تقدم أدوات استثمار جديدة وتطوير في الأوراق المالية التقليدية، وتحديث أساليب الهيكلة المالية للبنوك، فالهندسة المالية تقدم أوراقاً – أدوات – مالية، وعمليات، ونظم تسهم في تحسين الأداء وزيادة الربحية، وتحقق السرعة والكفاءة مع وفورات في التكاليف(١):

ويمثل تطوير الأدوات المالية في النظام المصرفي في الدول العربية والإسلامية متمثلاً في مصارفها الإسلامية حجر الزاوية في هذا السياق، لما يمثله ذلك من رفع كفاءة تعبئة المدخرات وتوجيه الموارد على الاستثمارات والاحتياجات التمويلية المختلفة، خاصة مع معدلات النمو المرتفعة في المدخرات في المصارف الإسلامية، التي تصل في بعض التقديرات إلى ما يتراوح ما بين ١٥ – ٢٠٪ في العام (٢)، فبدون تطوير الأدوات المالية للمصارف الإسلامية، سيؤدي إلى انخفاض كفاءة تخصيص هذه الموارد، ويبقي بعضها مهدراً، كما سيترتب على ذلك حدوث اختناق في النشاط، وعدم إبراز الفلسفة والخصائص المميزة لهذه المصارف كوسيط استثماري، يوظف المال لخدمة تنمية المجتمعات .

وفي تقديرنا فإن عملية إصدار تشكيلة متنوعة من الصكوك وتداولها في السوق المالية تمثل تغييراً جوهرياً في الهيكل التمويلي للمصارف الإسلامية، يمكنها من استيعاب المدخرات على مختلف رغبات أفرادها، والتوفير الملائم للاحتياجات التمويلية للمشروعات مما يسهم في تقديم المصارف الإسلامية في إطارها الصحيح، فضلاً عن أن إصدار الصكوك الإسلامية لتوفير احتياجات المشروعات الخاصة والعامة هو بمثابة أداة مناسبة للتكامل بين النشاط المصرفي الإسلامي والأسواق المالية، والإندماج مع السوق العالمية.

---

(١) د. منير هندى، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية،١٩٩٩..

(٢) المجلس العام للمؤسسات والبنوك المالية الإسلامية، دليل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية ٢٠٠٢، البحرين .

هدف البحث:

يستهدف البحث دراسة وتحليل دور الصكوك الإسلامية في تنمية المدخرات وتوجيه الاستثمارات القومية، وتوفير الموارد لتغطية الاحتياجات الرسمية.

ويمهد البحث إلى هدفه بالتعرف على ماهية الصكوك الإسلامية وأنواعها وخصائصها، وأسس إصدارها وتداولها، ودورها في تطوير السوق المالية وتوفير الموارد للاحتياجات الاستثمارية للمؤسسات الخاصة والحكومية، كما يهدف البحث إلى التعرف على تجارب إصدار هذه الصكوك على مستوى الدول، والمشكلات التي واجهتها، ودراسة الإطار التشريعي اللازم لتفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية في مجال توفير الاحتياجات الرسمية، وعرض مقترح تشريعي للصكوك، ويخلص البحث إلى خلاصة توضح مدي أهمية التعامل بالصكوك الإسلامية، وكيفية تفعيل دورها على المستوى المصرفي، والسوق المالي، والاقتصاد القومي، والمالية العامة .

أهمية البحث:

يشكل موضوع البحث أهمية في إطار ما يمثله من نقلة نوعية وكيفية في الأدوات المالية الإسلامية، حيث ظلت المصارف الإسلامية في الدول العربية والإسلامية لسنوات حبيسة أدوات محدودة، وباعتبارها مثلاً واضحاً على الاستجابة للمتغيرات في البيئة الاقتصادية والمصرفية، والرغبة في تفعيل الدور الإدخاري والاستثماري للمصارف الإسلامية على مستوى الاحتياجات الرسمية.

وقد تزايدت أهمية موضوع البحث في السنوات الأخيرة، نظراً للتطور الملحوظ في سوق الصكوك الإسلامية، حيث حققت نمواً متسارعاً يتجاوز ٢٠٪ .

كما يشير إلى ذلك أيضاً نجاح عملية الاكتتاب في الصكوك الإسلامية التي أطلقها نوريبا

البحرين في ديسمبر ٢٠٠٤ في استقطاب أكثر من ثلاثة أضعاف قيمة الاكتتاب المطلوب والتي تبلغ ٣٥٠ مليون دولار .

ويشير تقرير المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية لعام ٢٠٠٢ إلى: أن حجم سوق الصكوك الإسلامية في دول الخليج العربي حقق نمواً سريعاً ليصل إلى نحو ٢ , ٤ مليار دولار في نهاية العام ٢٠٠٤، الجانب الأكبر منها أصدرته جهات سيادية .

هذا، وتزمع حكومة دولة الإمارات العربية المتحدة إصدار نظام السندات والصكوك الإسلامية، في خطوة ترسخ البنية التشريعية لهذه الأدوات المالية الإسلامية.

ومما يشير إلى أهمية الصكوك في توفير الاحتياجات الرسمية للدول ما شهدته من إقبال عليها في البلاد الأوربية، مثل الصكوك التي أصدرتها ولاية سكسونيا أنهالت بشرقي ألمانيا والتي تبلغ قيمتها نحو ١٠٠ مليون يورو (١٢٠ مليون دولار) .

وتكون بذلك أول صكوك إسلامية في أوروبا، على أن يحصل حملة الصكوك على حصص من قيمة الإيجارات بدلاً من الفائدة.

خطة البحث:

تتلخص خطة البحث فيما يلي:

- المبحث التمهيدي.

الفصل الأول

الصكوك الإسلامية

تعريفها وأنواعها وإصدارها وتداولها

- المبحث الأول: الصكوك الإسلامية

التعريف، الأنواع، الخصائص

- المبحث: الثاني: أسس وقواعد اصدار وتداول الصكوك.

- المبحث الثالث: دور وأهمية الصكوك الإسلامية .

الفصل الثاني

الصكوك الاسلامية

ودورها في توفير الاحتياجات الاستثمارية

- المبحث الأول: دور ومجالات الصكوك الإسلامية في توفير الاحتياجات الرسمية

- المبحث الثاني: أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية.

- المبحث الثالث: مقترح تشريعي للصكوك الإسلامية

- المبحث الرابع: استعراض التجارب الحكومية في الصكوك.

- المبحث الخامس: تقييم تجربة الصكوك الإسلامية في مجال توفير الاحتياجات الرسمية.

- الخاتمة والخلاصة والتوصيات.

الفصل الأول

الصكوك الإسلامية

تعريفها وأنواعها وإصدارها وتداولها

المبحث الأول

الصكوك الإسلامية

التعريف - الأنواع - الخصائص

١/١: تعريف الصكوك الإسلامية:

الصكوك المالية الإسلامية عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله وتنضيضه، ويشارك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الاستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار⁽¹⁾.

ويشير هذا التعريف إلى تميز الصكوك بالسمات الآتية ⁽²⁾:

- الصك وثيقة تثبت الحق لصاحبها في ملكية بالاشتراك مع الغير.
- لكل صك قيمة مالية محددة مسجلة عليه .
- تتضمن الحصة التي يمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي تم تمويله بأموال الصكوك، ولهذا، يخضع التصرف في الصك لأحكام التصرف في المشاع في الفقه الإسلامي.

---

(١) د. محمد سراج، النظام المصرفى الإسلامى، دار الثقافة، القاهرة، ١٩٨٩، ص٢٧٢.

(٢) د.عبد السلام العبادى، سندات المقارضة، بدون، ص٤.

- يمثل الصك نصيباً شائعاً في موجودات وحقوق المشروع وديونه التي عليه للغير، ولهذا، فإن إنتقال حق الملكية لا يرد على الصك بل على ما يدل عليه من صافي قيمة الأعيان والحقوق.

- صاحب الصك يستحق المشاركة في ناتج المشروع الممول من أموال الصك، فيحصل على نصيبه من العائد ويتحمل نصيبه من الخسارة في حدود ما يمثله الصك، باعتباره رب مال في اختصاصه يملكه وما يطرأ عليه من عوارض.

- شروط التعاقد تحددها وثيقة إصدار الصك، وهي تشتمل على البيانات والمعلومات المطلوبة شرعا في التعاقد .

- هناك علاقات تنشأ بالتعامل بالصكوك بين الأطراف، فتوجد علاقة بين حامل الصك وغيره من حملة الصكوك، وهذه علاقة بين الشركاء في ملك واحد، وعلاقة بين حملة الصكوك والجهة المصدرة له، وهي علاقة رب مال بمضارب وليست علاقة دائن بمدين .

- الصكوك المالية الإسلامية متوافقة مع أحكام الشريعة من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة بين أطرافها، فلا تتضمن دفع فائدة محددة مقابل التمويل، أو غير ذلك من المحظورات الشرعية في المعاملات .

١/٢: أنواع الصكوك:

يمكن أن تتنوع الصكوك الإسلامية إلى أنواع عديدة باعتبار آجالها ومجالات التوظيف، أو الجهة التي تصدرها، ويمكن أن نميز بين الأنواع التالية من الصكوك :

١ / ٢ / ١ : حسب الآجال:

تنقسم الصكوك وفقاً للآجال إلى صكوك قصيرة الأجل، (ويطلق عليها البعض شهادات الإيداع أو الاستثمار) لمدة ثلاثة شهور أو ستة شهور أو سنة، وصكوك متوسطة الأجل وأخرى طويلة الأجل .

أولاً: حسب الصيغة:

وتتنوع الصكوك حسب الصيغة إلى صكوك المضاربة، وصكوك الإجارة، وصكوك المشاركة، وصكوك السلم، وصكوك الإستصناع، وصكوك المتاجرة، وصكوك الأسهم، وصكوك القرض الحسن .

ثانياً: حسب طبيعتها:

يمكن أن تكون الصكوك ذات أجل محدد (سنة أو سنتين أو ثلاث سنوات..) وصكوك دائمة، حيث يتصف النشاط الاستثماري بالاستمرارية، ويمكن أن تكون الصكوك متناقصة بمعني أنه يتم استرداد جزء من قيمة الصك سنوياً، وصكوك متزايدة حيث يعاد استثمار العائد.

ثالثاً: حسب القطاع الاقتصادي:

صكوك تستثمر في القطاع الزراعي أو في الصناعي أو في قطاع التجارة... الخ .

رابعاً: حسب التخصيص:

وتنقسم الصكوك وفقاً لهذا الاعتبار إلى صكوك عامة وأخرى مخصصة، والصكوك المخصصة هي التي تصدر لتمويل مشروع معين، أما العامة فتوزع حصيلتها على جميع الاستثمارات التي يقوم بها المصرف(١) .

---

(١) د. معبد الجارحى، نحو نظام نقدى ومالى إسلامى الهيكل والتطبيق، مطبوعات الاتحاد الدولى للبنوك الإسلامية، القاهرة، ص ٧٤.

١/ ٢/ ٢: حسب مجالات التوظيف:

يقصد بها مجالات توظيف الصكوك وأهم مجالاتها ما يلي:-

أولاً: صكوك المضاربة:

هي التي يقوم من خلالها المصرف الإسلامي بتقديم رأس مال الصكوك إلى مستثمر، ويحدد حصة كل طرف في الربح وتسلم الأموال للمستثمر باعتباره مضارباً، وهي صالحة للأعمال الاستثمارية المتوقع ربحها، فتمول الأصول والمواد الخام والنفقات المتغيرة الأخرى وتصلح في مجالات التصنيع والمقاولات وغيرها.

ثانياً: صكوك الإجارة:

فتستثمر حصيلتها في شراء أصول إنتاجية على أن يعاد تأجيرها إلى مستخدميها، ومعني ذلك أنها تقع على أعيان تصلح لاستغلال منفعتها، مع استمرار بقائها لفترة طويلة نسبياً، وتصلح هذه الصيغة للأنشطة الاستثمارية المتوقع لها توليد تدفقات نقدية في المستقبل، ويمكن أن تنتهي الإجارة بالتمليك إذا تضمنت المدفوعات التي يحصل عليها المالك الأقساط الثانوية، كما يمكن النص في العقد على بيع الأصل المؤجر في نهاية المدة إلى المستأجر، والعائد على صكوك الإجارة معروف ومحدد مسبقاً.

ثالثاً: صكوك السلم:

تستثمر حصيلتها في شراء سلع يجري استلامها في المستقبل. أما صكوك الاستصناع فتخصص الحصيلة لتصنيع وبيع المعدات والآلات والأدوات الصناعية ثم بيعها للراغبين فيها.

وفي كل هذه الصور للصكوك وغيرها من الصور الأخرى (صكوك المتاجرة والأسهم) نلاحظ استمرار تملك موجودات لها قيم مالية، وهذا الاستمرار يتضمن مسئولية من المالك

لما يقع على هذه الأعيان المالية من مخاطر، مثل انخفاض القيمة السوقية لبضاعة المضاربة، أو للأصول المؤجرة كما في الإجارة أو انخفاض القيمة السوقية لبضاعة السلم وآلات الاستصناع، وهذا ما يسمي في الفقه بالغنم، وهو الذي يبيح الربح الحلال، للقاعدة: «الغنم بالغرم» .

رابعاً: صكوك القرض الحسن:

فلا يكون الغرض من إصدارها تحقيق عائد، وإنما تستخدم لتمويل حاجات عامة(١)، وتصدر عن الحكومة أو عن البنك المركزي، لدعوة الأفراد القادرين للقيام بدورهم الاجتماعي، كما يمكن أن يبيعها البنك المركزي لبعض البنوك، كما يمكن أيضاً أن تصدرها بعض البنوك وتخصص مواردها للقرض الحسن، وهي صكوك لا تستحق عائداً، لأن الزيادة عن القرض ربا محرم، ويضمن مصدر صكوك القرض الحسن - سواء كان الحكومة أو البنك المركزي، أو البنوك- قيمتها عند انتهاء الأجل، وسنلحظ دوراً مهما لها في توفير بعض الاحتياجات التمويلية الحكومية.

وصكوك القرض الحسن أداة تمويلية ليس لغرض الاستثمار، وإنما لتحقيق أغراض إجتماعية وإنسانية وتكافلية، أما الصكوك الأخرى - غير القرض الحسن- فغايتها الحصول على الربح من استثمار مواردها اقتصادياً، وهكذا تتسع أغراض الصكوك لتشمل الأغراض الاجتماعية والتكافلية بجانب هدف الحصول على الربح.

١/ ٢/ ٣: حسب الجهة التي تصدرها:

تنقسم الصكوك وفقاً للجهة المصدرة إلى:

أولاً: صكوك حكومية.

ثانياً: صكوك الشركات.

ثالثاً: صكوك البنوك.

---

(١) د. معبد الجارحى، المرجع السابق، ص٤٣.

أولاً: صكوك حكومية:

الصكوك التي تصدرها الحكومات تستخدم حصيلتها في توفير السلع والخدمات العامة وفي استغلال الموارد الطبيعية، وتشمل:

١- صكوك الإجارة.

٢- صكوك الاستصناع.

٣- صكوك السلم.

٤- صكوك المشاركة المتناقصة.

٥- صكوك القرض الحسن.

وهذه الصكوك فضلاً عن استخدام حصيلتها في توفير السلع والخدمات العامة، يمكن أن تستخدمها الدولة كوسيلة من وسائل تعبئة المدخرات، وفي نفس الوقت تشجيع الاستثمار في بعض القطاعات حسبما يحتاجه برنامج التنمية .

وصكوك الإجارة تصلح لتوفير المعدات والآلات والمباني والسفن والطائرات، وغيرها من الأصول الإنتاجية طويلة الأجل، وهي ما تصلح لتوفير احتياجات الدولة من هذه الأصول، وتبدو مناسبتها لأحوال الأفراد المكتتبين فيها من حصولهم على عائد معروف ومحدد مسبقاً، ومن انخفاض درجة المخاطرة في تملكها، نظراً لأن الطرف الذي يصدرها هي الحكومات. وتشهد السوق المالية حالياً في بعض الدول التوسع في استخدام صكوك الإجارة في تمويل برامج الإنفاق الحكومي.

أما صكوك المشاركة المتناقصة فتبدو صلاحيتها لتوفير الاحتياجات الاستثمارية وبعض المرافق العامة للدولة التي تدر دخلاً يتمثل في ثمن بيع خدماتها للجمهور، وتنخفض درجة المخاطرة فيها لقيام الدولة بدفع حصة المكتتبين على أقساط .

ثانياً: صكوك الشركات:

وبالنسبة للصكوك التي تصدرها الشركات الخاصة فيتحدد غرضها في توفير الموارد المالية لتمويل احتياجات رأس المال الثابت ورأس المال العامل، وهي تتنوع تنوعاً كبيراً، فهناك:-

١- صكوك المشاركة في الربح: التي من شأنها أن تفي بحاجات المشروعات لرأس المال خلال الفترة التي تمضي بين بدء الإنتاج وتسويقه (أي توفير النفقة المتغيرة)، كما يمكن أن تستخدم في توفير الأصول الثابتة.

٢- صكوك المضاربة المطلقة، والمقيدة: والتي تتمكن من خلالها المؤسسات من الحصول على التمويل الذي تحتاجه مع احتفاظها بالإدارة، وهي الخاصية التي تتمتع بها المضاربة حيث تكون الإدارة من اختصاص العامل فقط، كما تصلح هذه الصيغة في تمويل الأنشطة التجارية، وفي تقليب الأموال في الأسواق بغية الحصول على الربح.

ومن أمثلة صكوك الشركات أيضا ما يسمي بصكوك الاستثمار، وصكوك التمويل ذات العائد المتغير الصادرة بالقانون رقم ١٤٦ لسنة ٨٨ في مصر.

ثالثاً: صكوك البنوك:

بالنسبة للصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية فنلاحظ أنها متنوعة تنوعاً كبيراً، وينبغي بداية أن نفرق بين الصكوك التي تصدرها البنوك لتمويل عملياتها الاستثمارية، وبين تلك الصكوك التي تدير البنوك عمليات إصدارها لصالح الغير - مثل صكوك الإجارة الحكومية- مع ملاحظة أن البنوك يمكن أن تكتتب بجزء من مواردها في هذه الصكوك .

وتشمل الصكوك التي تصدرها البنوك الإسلامية طائفة عريضة متنوعة منها: صكوك المضاربة (المخصصة والعامة)، صكوك المشاركة (الدائمة، الثابتة، المتناقصة)، صكوك الإجارة، صكوك السلم، صكوك الإستصناع، صكوك البيع الآجل، صكوك المرابحة، صكوك المتاجرة في السلع والمتاجرة في الأوراق المالية.

وتتميز هذه الصكوك بقدرتها على تعبئة مدخرات من مختلف الفئات، نظراً لتنوع الأجل (قصير، متوسط، طويل)، وتنوع الفئات من حيث المبالغ المالية، وتنوع الأغراض، والاستجابة للرغبات (صكوك مخصصة)، ومن حيث طريقة الحصول على العائد (عائد رأس مالي أو عائد دوري)، ومن حيث السيولة، صكوك متداولة في السوق الثانوي وصكوك غير متداولة، أو يتعهد البنك بشراء ما يعرضه للبيع، حملة الصكوك، أو مؤسسة أو جهة أخرى ملتزمة بالتسييل للصك، ومن حيث تدنية المخاطرة (مثل الصكوك العامة للتنويع في توظيفاتها، أو الصكوك المضمونة من طرف ثالث، أو المؤمن عليها تأميناً تكافلياً. حيث يدافع البعض عن ضرورة توفير ضمان للصكوك للرغبة الشديدة في اتخاذ الوسائل لإنجاح البنوك الإسلامية خاصة مع حداثة تجربتها ومع كثرة مخاطر الصناعة المصرفية وإنعكاس هذه المخاطر على الاقتصاد بكامله(١).

ويظهر لنا مما سبق اختلاف أنواع صكوك المصارف الإسلامية لتلبي مختلف رغبات المدخرين وتشبع تفضيلاتهم وتناسب أوضاعهم مما يجعلها آداة فعالة للوصول إلى أكبر حجم من المدخرات المحتملة.

٣/١: الخصائص المميزة للصكوك:

تعتبر الصكوك استجابة خلاقة في مجال العمل المصرفي الإسلامي، نظراً لما تمثله من استيعاب التطور في سوق الخدمات المصرفية، الذي شهد تغيرات نوعية عديدة، نشير هنا إلى اتجاه العديد من عملاء المصارف منذ عقدي الثمانينات والتسعينات إلى سلوكيات مصرفية مختلفة، بنقل أموالهم من حسابات الودائع إلى خدمات مصرفية مختلفة يطلق عليها «منتجات مصرفية»، فأصبح الذي يمارس نشاط الاستثمار هي المؤسسات وليس الأفراد (٢).

---

(١) د. منذر قحف، سندات القراض وضمان الفريق الثالث وتطبيقتها فى تمويل التنمية فى البلاد الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامى، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد ١، سنة ١٤٠٩هـ، ص ٤٢.

(٢) صادق راشد الشمرى، خدمات وحدات الثقة وإمكانية إدخالها إلى المصارف العراقية، مجلة إتحاد المصارف العربية، يناير ٢٠٠٥، ص ٧٢.

حيث تحوذ المؤسسات مهارات وقدرات وخبرات مؤسسية في نشاط الاستثمار، لا تتوفر للأفراد، فضلاً عن أن هذه المؤسسات تقدم تشكيلاً مختلفاً من الأدوات المالية تلبي حاجات ورغبات قطاعات عديدة في المجتمع، وتمنح عوائد أعلى وأفضل من الودائع المصرفية .

ويعتبر ظهور «المصرفية الشاملة» أبرز الإنعكاسات التي أفرزتها حدة المنافسة في الأسواق المصرفية، خرج بها الجهاز المصرفي من إطار العمل التقليدي المعتمد على عمليات الإيداع والقروض المصرفية إلى دور أوسع وأشمل يستجيب للتغيرات في العمل المصرفي، فكان التحرك في أنشطة هذه المصارف نحو تغليب أدوات الاقتصاد الحقيقي، انعكس ذلك في جانب الأصول في الأنشطة التمويلية طويلة الأجل، ومنها بصفة خاصة التمويل الحكومي العام، والقيام بأعمال الصيرفة الاستثمارية والمساهمة في المشروعات الجديدة، والتوسع في عمليات التأجير للأصول الإنتاجية وغيرها من نشاطات الاستثمار المختلفة مثل إنشاء والمساهمة في إنشاء شركات الاستثمار المؤسسي، وشركات رأس المال المخاطر، وتكوين محافظ استثمارية للعملاء... الخ.

إن الصكوك المصرفية الإسلامية تعتبر آداه فعالة توظف التطورات في السوق المالي والمصرفي لخدمة أهداف المصرفية الإسلامية، حيث تستفيد من التحول في طبيعة الدور التقليدي للبنوك، ومن ظهور الأدوات المالية القابلة للتداول، ومن فكرة المصرفية الشاملة، وذلك لتوفير خدمات مصرفية واستثمارية إسلامية تشبع اختيارات ورغبات المدخرين، وفي نفس الوقت تبرز الدور التنموي للمصارف الإسلامية بعيداً عن القروض بفائدة وعن القمار والمضاربات المحرمة.

* * *

المبحث الثاني

أسس وقواعد إصدار وتداول الصكوك

نتعرض فيما يلي للأسس التي تنظم إصدار وتداول الصكوك المالية الإسلامية، وتنطلق هذه الأسس والقواعد من مقاصد وقواعد وأحكام الشريعة، حيث نري أن الجانب الاقتصادي في الإسلام يستهدف تحقيق العمران على نحو من الصلاح والعدالة توفيراً لإحتياجات الإنسان التي لابد منها ليقوم بواجب العبودية لله رب العالمين وينطلق في الأرض متحلياً بالأخلاق والقيم السديدة .

١/٢: الأسس والقواعد الشرعية:

٢/ ١/ ١: تداول الأموال مقصد شرعي:

من استقراء مصادر وأحكام الشريعة الإسلامية نخلص إلى أن من بين المقاصد الشرعية في الأموال رواج الأموال أي دورانه بين أيدي كثير من الناس بوجه حق، فقد شرعت عقود المعاملات لنقل الحقوق المالية بمعاوضة أو بتبرع، بل وتسهيلاً للرواج شرعت عقود مشتملة على شيء من الغرر مثل السلم والمزارعة والقراض، كما أن من معاني الرواج إنتقال المال بأيدي عديدة في الأمة على وجه لا حرج فيه على مكتسبه، وذلك بالتجارة والمعاوضة لتيسير دوران المال على أفراد الأمة (١)، كما يفهم من قوله تعالى: ﴿ كَيۡ لَا يَكُونَ دُولَةَۢ بَيۡنَ ٱلۡأَغۡنِيَآءِ مِنكُمۡۚ ﴾ (الحشر: ٧).

كما نلاحظ هذا المقصد، وهو التداول للأموال بين أيدي كثير من أفرادها، في إباحة الشريعة لبعض العقود لقضاء حاجات الناس، وهي على غير قياس مثل المزارعة والمساقاة، والمضاربة، وما شرعت العقود إلا لمصالح العباد، ودفع حوائجهم (٢).

---

(١) محمد الطاهر بن عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، الشركة التونسية للتوزيع، ص١٧٥، وما بعدها.

(٢) الكاساني، بدائع الصنائع، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة،٦/ ٧٩.

وانطلاقاً من قاعدة التداول التي يبتغيها الإسلام في المال فإن التصكيك والتداول في السوق الثانوية للأدوات المالية الإسلامية هو من مقاصد الشريعة الإسلامية .

ولهذا، فإننا نري أن السرعة والكفاءة في توجيه الأموال إلى القنوات المقبولة إسلامياً، إنما يحقق مقاصد الشريعة في التداول والتنمية للمال .

٢/ ١/ ٢: العقود الشرعية صالحة لإنتاج أدوات مالية:

إن المباديء والعقود الشرعية في المعاملات توفر إمكانية كبيرة لإنتاج أدوات مالية متنوعة، وما نعرفه من الأدوات المالية الإسلامية، وتشمل تمويل فائض التكلفة – المرابحة– ، وتقاسم الأرباح – أي المضاربة– والإجارة، والمشاركة، والبيع الآجل، إنما تستخدم كأحجار البناء الأساسية لإنتاج طائفة واسعة من الأدوات المالية الأكثر تطوراً، مما يوحي بوجود إمكانية كبيرة للتجديد والتوسع المالي في الأسواق المالية الإسلامية (١).

وهناك مبدأ آخر يدعم هذا التفكير، وهو القاعدة الشرعية التي تقول بأن الأصل في المعاملات الإباحة، ولهذا، فإن الفهم السديد للمعاملات في الشريعة يرى أن عقود المعاملات التي نعرفها مثل المضاربة والمشاركة والمرابحة والإجارة ... وغيرها، إنما هي نماذج لعقود المعاملات في الشريعة الإسلامية، وليست حصراً لجميع العقود الجائزة في الشريعة، وليس أدل على ذلك من توسع الشريعة في سبل إلتقاء وتزاوج عنصري العمل والمال فأجازته بوجود مال من طرف وعمل من طرف آخر كما في المضاربة، أو بوجود المالين والعمل من الطرفين، أو العمل بدون المال كما في شركة الصنائع والوجوه وغير ذلك.

كما أباحت الشريعة بعض البيوع رغم وجود الغرر فيها للحاجة إليها كما في بيع السلم

---

(١) زامر إقبال، النظم المالية الإسلامية، مجلة التمويل والتنمية، البنك الدولى، يونية ١٩٩٧،ص٢٩.

استثناء من بيع المعدوم وذلك لتمكين صاحب السلم من الإنتاج بتوفير المال لهم، وذلك بقبض ثمنه مسبقا (١).

فعقود التمويل الإسلامي ينبغي أن تعتبر أصلاً يقاس عليه، هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى ينبغي أن يتم استحداث عقود جديدة إنطلاقاً من عدم التعارض مع القواعد والأحكام الشرعية، فمثلاً يمكن توسيع عقود التمويل المالي الإسلامي بحيث تشمل تقديم النقود أو الأصول الثابتة أو المتداولة لمن يعمل بها على حصة من المنتج بشروطها وخصائصها .

يلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي على أدوات تمويل كبيرة من حيث العدد، ولكل منها أهميتها ومكانتها بحيث لا نستطيع بسهولة وفي كل الأحوال أن نقول أنه رغم تعدد الأدوات فهناك أداة مركزية واحدة تتمحور حولها بقية الأدوات، كما هو الحال في التمويل بنظام الفائدة .

أما من حيث التنوع والتمايز والتشابه فيلاحظ أن الهيكل التمويلي الإسلامي يحتوي على أدوات تمويلية متشابهه، لكن لكل أداه خصوصيتها سواء من حيث ما تقدمه لكل طرف من حقوق، وما تحمله له من أعباء والتزامات، أو من حيث ما هو متاح لها من مجالات العمل والاستخدام (٢).

٢/ ١/ ٣: تحريم الربا والغرر والمقامرة:

تحرم الشريعة في المعاملات الربا والغرر والمقامرة والضرر والغبن، وفي هذا يقول ابن رشد: « وإذا اعتبرت الأسباب التي من قبلها ورد النهي الشرعي في البيوع، وهي أسباب

---

(١) مصطفى الزرقا، عقد الاستصناع ومدى أهميته فى الاستثمارات الإسلامية المعاصرة، المعهد الإسلامى للبحوث والتدريب، البنك الإسلامى للتنمية، ص ١٦ .

(٢) د. شوقى دنيا، الأدوات المالية المستخدمة فى تمويل المشروعات، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامى للتنمية، ٢٠٠٠م، ٢/ ٥٠٠٤.

الفساد العامة وجدت أربعة : أحدها تحريم عين المبيع، والثاني الربا، والثالث الغرر، والرابع الشروط التي تؤول إلى أحد هذين أو لمجموعهما، وهذه الأربعة هي بالحقيقة أصول الفساد، وذلك أن النهي إنما تعلق فيها بالبيع من جهة ما هو بيع أو لأمر من خارج . وأما التي ورد النهي فيها لأسباب من خارج : فمنها الغش، ومنها الضرر، ومنها لمكان الوقت المستحق بما هو أهم منه، ومنها لأنها محرمة البيع »⁽¹⁾ .

والصكوك المالية الإسلامية تخلو من الربا لأنها وثائق تمثل حصة في ملكية موجودات وأعيان ومنافع وديون مختلطة، والغالب فيها الأعيان، فخلت من الربا، بخلاف السندات بفائدة محددة، فهي من الربا المحرم، لأنها مبادلة نقد حاضر بدين آجل مقابل الزيادة، وكذلك القروض أو أدوات الدين بفائدة.

والنظام الرأسمالي السائد حالياً نظام يتمركز حول الإقراض بفائدة، فالبنوك التجارية تقرض عملائها بفائدة، والحكومة تصدر السندات مقابل فائدة، ومعني ذلك أن نسبة كبيرة من الموارد تصل من مالكيها إلى المستثمرين عن طريق مؤسسات الإقراض الربوية. وصحيح أن مؤسسات الإقراض توظف بعض أموال مودعيها مباشرة لدي المؤسسات الإنتاجية، إلا أنه لتحقيق الموازنة بين هيكل استخدامات والتزامات المصرف، فإن المصرف الربوي يضطر إلى تقديم تلك الموارد لمستخدميها على شكل قروض بربا سواء كانوا من المستثمرين أو من المستهلكين، ما داموا قادرين على سداد ما عليهم من قروض وما يضاف على تلك القروض من ربا، وهكذا تساهم عملية إصدار القرارات ذات القاعدة الإقراضية في تحديد معدل توازني للربا في سوق المال، ويمثل النافذة التي تنفذ فيها الآثار النقدية على عملية إصدار القرارات ذات القاعدة الإنتاجية⁽²⁾.

أما الصكوك المالية الإسلامية فلا تتضمن فائدة، إنما ربح ناتج عن العملية الإنتاجية

---

(١) ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، مكتبة الكليات الأزهرية، ١٩٨٦، ٢/ ١٩٣ .

(٢) د.معبد الجارحى، مرجع سبق ذكره.

في صكـوك المشـاركات وصكوك المتاجـرات (المرابحة، البيع الآجل)، وعائـد محدد مقطوع في صكوك الإجارة للأصول .

وبذلـك تقـدم الصكوك أدوات مالية تتداول في السـوق، فينشـأ لدينا سـوق أوراق مالية محررة من الربا والمقامرة .

٢/ ١/ ٤ : منع الاحتكار والمضاربات:

تحـرم الشريعـة الـضرر بالغـير، سـواء كان هذا الـضرر في ماله أو في نفسـه، ومن وسـائل الإضرار الاحتكار، وهو حجب السـلع عن السـوق حتي يغلو سعرها، وذلك بفعل هذا المنع، وليس بفعل تغير الطلب نتيجة لتغير الدخل أو الأذواق أو زيادة السكان... الخ .

ويظهـر الاحتـكار في أسـواق الأوراق الماليـة بما يسـمي عمليات الإحراج، حيث يسـعى المضاربون لجمع وحبس كل الصكوك التي من نوع واحد في يد واحدة، ثم التحكم في السوق، وقـد برزت هـذه التصرفات في الأسـواق المالية المعاصرة فأحدثت فـوضي واضطراب وضياع للثروات. يقول رسول الله r: «لا يحتكر إلا خاطيء» (١٦٠٥ صحيح مسلم ٣/ ١٢٢٨).

ولذلـك، فـإن السـوق الإسـلامي لـلأدوات الماليـة بأنواعهـا يسـتبعد هـذه الإتجاهـات الاحتكارية، والمضاربات، والممارسـات غـير المشروعة، وبعض الباحثين المسـلمين المعاصرين يفرقـون بين الأرباح الناتجة عن التوقعات الرشـيدة في سـوق الأوراق الماليـة، والأرباح الناتجة عـن المضاربـات، ويـرون أن الأولي لا غبـار عليها، بل هي مطلوبة لتنشـيط الطلب في السـوق وتعميق السوق، أما الثانية فهي الضارة والتي يحكم عليها بالتحريم (١) .

---

(١) يوسف كمال، فقة الاقتصاد النقدى، دار القلم، ط ٤،٢٠٠٢،ص ٣٨٥.

٢/ ١/ ٥: الإفصاح عن قواعد توزيع العائد:

تبين لنا مما سبق في أنواع الصكوك المالية الإسلامية التي يتم الاكتتاب فيها بغرض الحصول على عائد، أنها تشكل صكوكاً قائمة على قاعدة المشاركة، أي على مبدأ اقتسام الربح والخسارة الناتجة عن النشاط الممول، أو صكوك قائمة على الاتجار مثل المرابحة والبيع الآجل، و هذه أيضاً ينتج عنها ربح عبارة عن الفرق بين تكلفة الشراء وسعر البيع، أو صكوك قائمة على التأجير للمعدات والأصول، وهي تولد عائداً محدداً كمبلغ مقطوع كل فترة.

ويعتبر الإفصاح عن قواعد توزيع الربح أو العائد على المكتتبين (أو حملة الصكوك) من شروط صحة التعامل بالصكوك، ويشمل ذلك أهمية موافاة حملة الصكوك بمعلومات كافية من الأداء المالي وربحيته، وتفسير مدلولاته، وكيفية إدراج البيانات في القوائم المالية الممكنة، وهذا الإفصاح هو طريق كسب ثقة المدخرين، وهو مبدأ إسلامي أصيل، يقول رسول الله r «البيعان بالخيار ما لم يتفرقا، فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما، وإن كذبا وكتما محقت بركة بيعهما » (١٥٣٢ صحيح مسلم ٣/ ١١٦٤) (١).

وفي عقود الشركات بصفة عامة يجب إعلام الطرف المشارك بقواعد توزيع الربح، وهي مسألة جوهرية لأن مقصود الشركة هو الحصول على الربح .

٢/٢: تداول الصكوك :

من الناحية الشرعية فإن تداول الصكوك أي انتقال ملكية الصك من شخص إلى آخر هو من التصرفات الجائزة شرعاً، فليس الصك إلا وثيقة بما يمثله من أعيان ومنافع وديون، ويراعي في التعامل والتصرفات المتعلقة بالصكوك الأحكام الفقهية في التصرف في أنواع الملك التي يمثلها الصك، فالتصرف في الصك تصرف في العروض، ومعروف أن أحكام الشرع لا

---

(١) يوسف كمال، مرجع سبق ذكر ص٣٨٦.

تضع قيوداً على التصرفات في العروض إلا إذا كانت أعيانها محرمة (كالخمر) أو شاب التعاقد ظلم أو غش إلى آخره، وإنما تضع أحكام الشريعة بعض القيود على التصرفات المتعلقة بالديون والنقود السائلة .

فالنقود تخضع في تبادلها لأحكام الربا فيما نعرفه من أحكام عقد الصرف، كذلك فإن التصرف في الديون يخضع لبعض الضوابط في الشريعة مثل تحريم بيع الدين بالدين، وتحريم بيع الدين بدين أكثر إلى أجل أطول، إلى غير ذلك من التفصيلات الفقهية التي ليس مجالها الآن.

والخلاصة هي أن المبدأ الذي نستقيه من أحكام المعاملات في الشريعة التوسع في التصرفات المتعلقة بالأعيان والتقييد في التصرفات المتعلقة بالنقود والديون .

ولذلك إذا كان الصك ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع والغالب فيه للأعيان فيجوز التصرف فيه بالبيع بمثل ثمنه أو أزيد أو أقل، أما إذا كانت الديون هي الغالبة فيما يمثله الصك، فيخضع تبادل الصك لأحكام بيع الدين في الفقه الإسلامي، وهو لا يجوز بيعه إلا بمثل ثمنه دون زيادة أو نقصان إلتزاماً بأحكام الربا.

ويرى بعض الفقهاء المحدثين أن الصك إذا كان ممثلاً لخليط من الديون والأعيان والمنافع فيجوز التعامل فيه بالبيع والشراء لأن الديون هنا لا تباع منفردة وإنما تباع متداخلة مع غيرها من الأعيان والمنافع استناداً إلى القاعدة الفقهية القاضية بأنه يجوز تبعاً مالا يجوز قصداً (١).

ونخرج من ذلك إلى جواز تداول الصكوك المالية الإسلامية وبيعها بمثل ثمنها أو أكثر أو أقل، لما تمثله من ديون وأعيان ومنافع، وهو الحاصل في الواقع، أما مال لا يجوز بيعه إلا بمثل ثمنه فهي الصكوك بديون أو قروض حذراً من أحكام الربا . ولدينا ثلاث أحوال تحكم عملية تداول الصكوك:

---

(١) د. محمد سراج، مرجع سبق ذكره،ص ٢٧٤ نقلًا عن د.حسين حامد حسان.

الأولى: مال الصكوك المكتتب فيه لايزال نقوداً، ولم يتحول بعد إلى أصول فإن تداوله يأخذ حكم بيع النقد بالنقد .

الثانية: مال الصكوك تحول إلى موجودات مختلطة من الأعيان والمنافع والنقود والديون، فإن تداوله يأخذ حكم تداول عروض التجارة .

الثالثة: إذا صار مال الصكوك ديوناً فقط، يأخذ حكم التعامل بالديون.

ولهذا، يجوز تداول الصك بعد إصداره بثمنه الأول لجهة الإصدار إذا كان هذا منصوصاً عليه في شروط الإصدار، ويحدث هذا في الأحوال التي لا يتداول فيها الصك في البورصة، وإنما تتعهد بتسييله جهة إصداره، أما إذا تمتع الصك بخاصية التداول في البورصة فإنه يجوز بيعه بالثمن الذي يتحدد في السوق بناء على تقييم الموجودات التي يمثلها الصك، أو غير ذلك من مؤشرات التسعير بالصكوك، فكل ذلك جائز لا خلاف فيه .

كما يجوز شراء الصك من قبل جهة الإصدار أو من قبل الأفراد أو المؤسسات الأخرى وفقاً للقواعد المنظمة في نشرة الإصدار .

٣/٢: تداول الصكوك محلياً وعالمياً:

من القضايا المهمة في تنمية أي أداة مالية هي بحث كيفية توفير تداولها في السوق المالي، لأن هذا التداول يوسع قاعدة المتعاملين بالأداة المالية، ويعمق التعامل بها، بمعنى وجود حركة مستمرة بيعاً وشراء مما يكسب الورقة صفة الورقة المالية الجيدة والكفؤة .

وعند دراسة إصدار الصكوك، أيا ما كان نوعها، ينبغي البحث جدياً في توفير تداولها، ونظراً لحداثة المصارف الإسلامية هي ذاتها مقارنة بالبنوك التقليدية، ولحداثة تعاملها في مجال الصكوك، ولعدم وجود سوق نقدية للبنوك الإسلامية، فإن هناك تصورات لتوفير التداول للصكوك الإسلامية .

١ – قيام المصرف المصدر بالتعهد بشراء الصكوك المعروضة للبيع من قبل المكتتبين ويجوز فقها أن ينص في شروط الإصدار إعادة شرائها بنفس سعر الشراء، أو بسعر مختلف لكن يكون أساس احتساب هذا السعر معلناً للمكتتبين .

٢ – قيام البنك الإسلامي للتنمية، بشراء الصكوك المعروضة للبيع، ويتصور أن يكون ذلك وفق ترتيب مسبق معه .

٣ – عمل ترتيبات بين مجموعة من البنوك الإسلامية للقيام بشراء وبيع الصكوك الإسلامية التي تصدر عن هذه المجموعة، ويكون هذا بمثابة سوق نقدية على نطاق محدود .

٤ – قيام مركز إدارة السيولة بالبحرين، الذي تم إنشاؤه بين مجموعة من البنوك الإسلامية، بشراء الصكوك المعروضة للبيع، ويقتضي هذا ترتيب مصادر تمويلية لهذا المركز ليقوم بنشاطه في هذا المجال، على أنه يمكن تصور إعادة بيع بعض الصكوك لبعض البنوك الإسلامية لتوظيف فائض السيولة .

٥ – قيام البنوك الإسلامية المصدرة للصكوك بتأسيس مجموعة من شركات الاستثمار الأساسي (شركات استثمار – تأمين تكافلي، صناديق استثمار إسلامية..) وقيام هذه الشركات بدور صانع السوق لهذه الصكوك، أي قيامها بشراء وإعادة بيع هذه الصكوك .

٦ – طرح هذه الصكوك في السوق المالي للدول الإسلامية ثم في الأسواق الخارجية، وذلك بعد اتساع قاعدة هذه الصكوك من المتعاملين من الأفراد ومؤسسات الاستثمار والبنوك الإسلامية الأخرى، وتنوع هذه الصكوك .

ويمكن الانتفاع بتجربة ماليزيا في هذا المجال، من ناحية قيام البنوك المركزية في الدول الإسلامية بشراء حصة من الصكوك، كنوع من الأوراق المالية التي يتعامل فيها البنك المركزي..، أو تشجيع البنوك الأعضاء على حيازة حصة من هذه الصكوك، وذلك لتوسيع قاعدة التعامل بالصكوك الإسلامية.

وقد تعرضنا سابقاً إلى أهمية توفير ضمان قيمة الصكوك، وخاصة في بداية التعامل بها، توفيرا لثقة المتعاملين، ويكون هذا الضمان بطريقتين: الأول: ضمان الفريق الثاني والثالث: صيغة التأمين التكافلي، بدفع نسبة من الربح لهذا الغرض . وهذه الصيغة جائزة، لأنها من باب التكافل .

* * *

المبحث الثالث

أهمية ودور الصكوك

١/٣: أهمية الصكوك:

تـأتي أهمية الصكـوك من الواقع الحـالي للبلاد الإسـلامية، ومن الهدف المأمول من إنشـاء المصـارف الإسـلامية، فالواقـع الحالي للـدول الإسـلامية يشـير إلى ضرورة الإسراع في تطوير واسـتحداث أوعية إدخارية تتناسـب مع النمو المتسـارع في حجم المدخرات من ناحية، وتوفير فرص لاستغلال هذه المدخرات في النشاط الاستثماري من ناحية أخرى، أما الهدف المأمول فهو إبراز وتعميق الدور الاستثماري والتنموي للمصارف الإسلامية .

ويعتـبر إصـدار الصكوك الإسـلامية خطـوة في الاتجاه السـليم، بالنظـر إليهـا كأداة مالية حديثة، تشـبع تفضيلات المدخرين وتسهم في تيسير تنمية أسواق رأس المال، فضلاً عما تتصف به من التنويع وفقاً للآجال والأغراض ومجال الاسـتخدام والفئات ... الخ يتيح حرية الاختيار للمدخرين وللمستثمرين للأداة المالية التي تتلاءم مع احتياجاتهم .

وينظر إلى الصكوك الإسلامية بأنواعها المختلفة على أنها نوع من أنواع الابتكارات المالية، التـي تتم داخل إطار النظام المالي المصرفي الإسـلامي، وتأسـس على قواعـد المعاملات في الفقه الإسلامي .

وطـرح الصكـوك يوسـع مـن الأدوات الماليـة وينشـط سـوق رأس المـال، فتقـل الحاجة إلى الاقـتراض بربـا، فمع اتسـاع تـداول الصكوك الإسـلامية وتجاوبها مع احتياجات السـوق (المدخرين والمستثمرين والدولة) يقل الاعتماد على آلية الديون بالفوائد .

ويأتي هذا من أهمية الصكوك باعتبارها أداة مالية تنمي جانب الطلب في السوق المالي، وهو

الجانب الهام في تنمية السوق المالية، حيث إن أهم محرك للأموال في أي نظام مالي هو جانب الطلب، والذي يتكون من الأدوات المالية ذاتها (١).

فضلاً عن دور الصكوك كأداة مالية لتوفير الاحتياجات الرسمية بمختلف أنواعها، وهناك نقطة هامة، وهي دور الصكوك وخاصة الحكومية في طرح أداة مالية إسلامية، تكون أساساً لحساب تكلفة الفرصة المضاعة، من المنظور الإسلامي، وبهذا يمكن النظر إلى العائد الموزع على الصكوك الحكومية على أنه الفرصة المضاعة، وليس سعر الإقراض الربوي . حيث إن السندات الحكومية، تكرس معدل الفائدة على السندات الحكومية باعتباره نفقة الفرصة المضاعة للسيولة النقدية في أدني مخاطرة، وعليه، تبدو أهمية الصكوك الإسلامية الحكومية في النظر إلى العائد الذي توزعه على أنه يمثل تكلفة الفرصة المضاعة في نظام مالي إسلامي .

٣/ ١/ ١: عملية التصكيك للاستثمارات:

تمر عملية إصدار الصكوك بمراحل، يتم من خلالها تحديد حجم الأصول الاستثمارية أو الفرص الاستثمارية المطلوب تمويلها وتقدير التكلفة الاستثمارية لها ثم تحويلها إلى صكوك بالحجم والأجل والشروط المناسبة للتمويل الاستثماري المطلوب، ثم توزيع هذه الصكوك إلى فئات وآجال وشروط إصدار تناسب فئات مستهدفة من المدخرين، وطرحها للاكتتاب .

وفي تقديرنا، فإنه يمكن تحليل الأنشطة التي تمولها الصكوك على المستوى الرسمي إلى:

أ- أنشطة تمويلية:

أي تقديم التمويل للمشروعات، كلياً (كما في المضاربة) أو جزئياً (كما في المشاركة) أو لتوفير أصول تنتهي عند آجال محددة (التمويل التأجيري).

---

(١) د. معبد الجارحى، مرجع سبق ذكره، ص ٨١.

ويندرج تحت هذا النوع، صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك . وتحت كل واحد منها يمكن تصور أنواع مختلفة من الصكوك، مثل الصكوك المخصصة والعامة، و المؤقتة والدائمة، والثابتة والمتغيرة، كما في المضاربات والمشاركات . وفي الأنشطة التمويلية نجد طرفا يقدم المال وطرفاً يتحمل الإدارة .

ب- أنشطة تجارية:

أي القيام بالاتجار في السلع بأنواعها وتقليبها بالبيع والشراء لتحقيق ربح، كما في المرابحة والمتاجرة، والسلم، والاستصناع، حيث تصدر الصكوك بهذه النوعيات، وفي هذه النوعية من الأنشطة نجد طرفاً واحداً يقدم التمويل ويتحمل المخاطرة، وقد تتمثل هذه المخاطرة في مخاطرة الأعمال الناتجة عن تغير الأسعار.. الخ.، أو مخاطرة الائتمان، أي مدي إنتظام العملاء في سداد الالتزامات النقدية في مواعيدها، وبخاصة أن الجزء الأكبر من التجارة في هذه السلع والأصول يتم وفق صيغ البيع الآجل والمرابحات، ويترتب عليها ديون تستحق على المتعاملين .

٢/٣: متطلبات تطوير الصكوك :

لا يمكن تطوير وتحديث وابتكار الأدوات المالية الإسلامية وترسيخها في الأسواق المالية بدون توفر المكونات الأخرى الضرورية وتتمثل في:-

٣/ ٢/ ١ : التوثيق والإفصاح للمعلومات والرقابة:

وذلك لضمان الالتزام بالضوابط الشرعية في المعاملات، التي تتأسس على علاقات صحيحة ومعلومة، حفظاً لأموال الناس من العبث والتصرفات الفاسدة، حماية للمدخر، وترشيداً للاستثمار .

والسوق المحلي الذي تتداول فيه الأدوات المالية ومنها الصكوك لا تنتظم إلا إذا تحقق فيها

الإفصاح الكامل، منعاً من المضاربات والاحتكارات وإطلاق الإشاعات، وذلك بتوفير ونشر البيانات والمعلومات المالية، فيتخذ المدخرون قراراتهم بناء على الأوضاع الحقيقية للمؤسسات. وبذلك تقوم عملية الرقابة من واقع البيانات والمعلومات مما يعزز الجدية والأمانة .

٣/ ٢/ ٢: توفر سوق أوراق مالية كفؤة:

تتميز بالعمق والإتساع حتي تجد الصكوك مجالاً للتسييل، ودور سوق الأوراق المالية حيوي في توسيع قاعدة المتعاملين في الأدوات المالية وتشجيع المؤسسات على الاستثمار في الأوراق المالية لتحقيق عائد، أو اللجوء إليها لمعالجة نقص في السيولة، كما تقوم السوق المالية بالتسعير الكفؤ للأوراق المالية...الخ والتخصيص الأمثل للموارد المالية، وتتيح سوق الأوراق المالية تعبئة الموارد المالية عن الإصدارات العامة بدلاً من اللجوء إلى المدخرين بصورة مباشرة، على ما في ذلك من المزايا الاقتصادية.

وبدون توفير هذه السوق، وتمتع الصكوك بالتداول، فإن الاستفادة من الصكوك ستظل محدودة للغاية، ولا يقتصر الأمر على الصكوك فقط، بل إن عدم توفر هذه السوق يؤثر بالسلب على أداء المصارف الإسلامية في مجموعها .

وإذا كان دور سوق الأوراق المالية في النظام الرأسمالي السائد حيوياً في تقديم وظيفة التخصيص. وتحقيق الكفاءة والشفافية، فإن هذا الدور يبدو أكثر أهمية وإلحاحاً في ظل النظام المالي الإسلامي، حيث تعتمد مؤسساته المصرفية والاستثمارية بأنواعها في اكتساب دخولها على الربح، والعائد الناتج عن استثمار وتقليب الأصول سواء بشكل منفرد أو بالمشاركة مع آخرين، وهذه الأصول تتصف بانخفاض درجة سيولتها، حيث يتطلب ذلك وقتاً أطول وتكلفة في المعاملات.

وقد تحتاج هذه المؤسسات الإسلامية إلى السيولة لمواقف طارئه، أو لتعديل هياكلها، أو

اقتناص فرص ربحية، فعدم توفر سوق مالي كفء، يوفر السرعة في تحويل هذه الأصول إلى سيولة، فإن ذلك يترتب عليه اختلال في أداء هذه المؤسسات وانخفاض في الكفاءة.

٣/ ٢/ ٣: مراكز معلومات:

من الضروري توفر معلومات عن الفرص الاستثمارية وربحيتها والمستثمرين وأوضاع الشركات والسوق والأسعار، والمنافسة وتحليلها وتصنيفها وتقديمها إلى متخذي القرار، حيث تصدر القرارات المالية على أساس معلومات صحيحة، وهي عملية ضرورية لترشيد القرار ورفع الكفاءة.

وتبدو الحاجة إلى المعلومات أكثر ضرورة في نشاط المصارف الإسلامية، لأنها تقدم تمويلاً وتقوم باستثمارات في القطاع الحقيقي، ولهذا، فإنها تحتاج إلى معلومات دقيقة وصحيحة ومحدثة باستمرار عن الأسواق وربحية الاستثمارات والمتعاملين التي تتصف بتغيرها المستمر .

٣/ ٢/ ٤: توفر خبرات فنية في الاستثمار:

التمويل الإسلامي يتوجه إلى فرص استثمارية يتوقع لها توليد قيمة مضافة أعلى تتيح تحقيق عوائد للتوزيع، وتحتاج المصارف الإسلامية إلى توفير خبرات وكوادر فنية متخصصة على مستوى مرتفع من المهارة والكفاءة في دراسة الجدوي وتقييم المشروعات وتحديد فرص الاستثمار .. مما يتطلب الإنفاق على التنمية البشرية باعتبارها انفاقاً استثمارياً، ينعكس في تصويب قرارات الاستثمار والتمويل في المصارف الإسلامية.

٣/ ٢/ ٥: تصنيف الشركات:

الموارد المالية التي يتم حشدها باستخدام الصكوك توجه إلى توفير الاحتياجات التمويلية للشركات، ولذلك من المهم أن يكون هناك تصنيف لهذه الشركات، يوفر جدارة تقديم التمويل

لها، وهذا التصنيف ينبغي أن يكون قائماً على معايير، تنطلق من قواعد النظام المالي الإسلامي، أي لا يكون الحاكم فيها هو الملاءة الائتمانية، بل الجدارة الاقتصادية، أي الكفاءة في استغلال الموارد المالية وتوليد قيمة مضافة مالية، بالإضافة إلى الجدارة الأخلاقية، أي مدي الالتزام بقيم الأمانة والسلوك النظيف والبعد عن الفساد ... الخ .

٣/٣ دور الصكوك الإسلامية على مستوى المصارف الإسلامية والسوق المالي والاقتصاد القومي:

يمكن صياغة دور الصكوك الإسلامية في:-

- تعبئة المدخرات.
- سهولة تدفق الأموال للاستثمارات .
- تطوير في تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية .
- توسيع قاعدة سوق الأوراق المالية .
- اندماج اقتصاديات البلاد الإسلامية مع الخارج .

ونتناول ملامح هذا الدور على مستوى المصارف الإسلامية، والسوق المالي، والاقتصاد القومي، والمالية العامة .

٣/ ٣/ ١: على مستوى المصارف الإسلامية:

تعتبر الصكوك أداة محورية في نشاط المصارف الإسلامية، يمكن من خلالها تطوير هيكل الموارد والاستخدامات، وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي وتخفيف المخاطر فيها والحد من مشكلة السيولة .

فالميـزة الفريدة للصكوك مصرفياً أنها تربط الموارد باسـتخدامها، في الآجال، فتنخفض المخاطر الناتجة عن اختلاف آجال الموارد عن الاستخدامات، وبالغرض من النشاط الممول، فترفع الكفاءة لسهولة المراقبة ومتابعة الأداء، مع مصداقية في توزيع العائد، الناتج عن فرصة ونشـاط محـدد بالإضافـة إلى تأثير ذلك على رفـع الكفاءة، حيث إن المشروعـات ذات العائد المتدني لن تتوفر لها فرصة أخرى للتمويل من موارد الصكوك، التي سـتوجه إلى مشروعات أخرى أكفأ.

ويمكـن للمصارف الإسـلامية وفقاً للصكـوك توفير فرصة الاختيـار الواعي للأغراض والمجـالات والمشروعـات التـي تخصص لها حصيلـة موارد الصكـوك، وما في ذلـك من تنمية الإيجابية لدي المدخرين، والتعرف على تفضيلاتهم، ويمكن اعتبارهم عند إقبالهم على الاكتتاب في هـذا الصك دون غيره، بمثابة قناة معلومات عن الأسـواق والاسـتثمارات، أو بمثابة مؤشر على تقييم الأداء، في وضع قريب من المتعاملين على الأوراق المالية في البورصات .

ويـرى بعض الباحثـين أن الموازنة بين الأصول والخصوم مطلوبة في المصارف الإسـلامية بدرجـة أعـلى من المصـارف التقليديـة، (وهو مـا توفره آليـة الصكـوك)، لأن جـزءاً كبيراً من اسـتثماراته في أصول غير قابلة للتسـييل في الأجل القصير، أي قبل إنتهاء أجلة وتنضيضه، مثل مديونيات المرابحات والمساهمات المباشرة، والمضاربات والمشاركات (١).

ويعطـي تعامل المصارف الإسـلامية في الصكـوك، إصداراً وتداولاً، لهـا مرونة في تعديل هيـكل المـوارد وتركيبـة المحفظـة الاسـتثمارية، أي اسـتخدام آليـة الصكـوك في إدارة الخصوم والأصول في المصارف الإسـلامية، حيث يمكن اسـتخدام آلية الصكوك في تحقيق عائد بتمويل فرص سـانحة، باسـتدعاء الأموال بالتصكيك، أو توظيف فوائض السـيولة، أو الحصول على السـيولة المطلوبـة في بعـض الفـترات، أو تخفيض المخاطرات عـبر إعادة ترتيب هيـكل الموارد والاستخدامات... إلخ .

---

(١) د.خالد محمد بودى، إدارة الأصول والخصوم فى المصارف الإسـلامية، المؤتمر المصرفى الإسـلامى الأول، شركة الفجر للاستشارات، الكويت،٢٠٠٣ ، ص ١٥.

والصكوك تسخدمها المصارف الإسلامية في تلطيف المخاطرة، أي تدنيتها والتعامل معها بكفاءة من خلال : التنويع في الصكوك (أجلا، واستخداماً)، وبالترابط بين هيكل الأصول والخصوم، فتنخفض مخاطرة اختلاف الآجال، وتكون الاستخدامات ممولة بمصادر منسجمة في خصائصها وطبيعتها مع خصائص وطبيعة الاستخدامات، وبمعدلات الربحية الناتجة عن التوظيف في الاقتصاد الحقيقي، وإختلاف القيم الحقيقية للأصول الاستثمارية والنمو في الناتج.

وباعتماد وتنشيط دور الصكوك في المصارف الإسلامية يصبح لدينا في جانب الموارد هيكلاً متنوعاً، يشتمل على :

- تكوين الودائع والحسابات .
- الصكوك الإسلامية بأنواعها.
- وثائق صناديق الاستثمار .

وهكذا، نري أن استخدام آلية الصكوك الإسلامية في المصارف الإسلامية في جذب المدخرات، سينتج عنها التفاعل بين العمل المصرفي والاستثمار في دفع عملية التنمية، وإقامة هيكل مالي وتوظيف أكفأ وأكثر فاعليه، مع تخفيض المخاطر التي تتعرض لها هذه المصارف في تعاملها مع آلية الودائع القابلة للسحب، وسوف توفر موارد طويلة الأجل لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل دون إلقاء أعباء على هيكل الموارد في المصارف الإسلامية.

٣/ ٣/ ٢: على مستوى السوق المالي:

لآلية الصكوك دور هام في تنشيط وتنمية السوق المالي، حيث إن استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من قبل المدخرين والمستثمرين والمصارف والحكومة يؤدي إلى تدعيم دور السوق المالية، وذلك من خلال:-

- توسيع تشكيلة الأدوات المالية الإسلامية في السوق التي تشمل صكوك الشركات، وصكوك البنوك الإسلامية، والصكوك الحكومية، على تنوع في أشكال هذه الصكوك .

- توسيع قاعدة المؤسسات المشتركة في السوق المالي والتي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً وتشمل المصارف الإسلامية بل والتقليدية (كما في ماليزيا) وشركات الاستثمار المؤسسي، والحكومة، والقطاع الخاص، والمؤسسات المالية الوسيطة، وذلك إذا تمتعت الصكوك بالتداول في السوق الماليه .

- كما ترتفع كفاءة السوق المالية بازدياد كمية ونوعية الصكوك الإسلامية لما يترتب عليها من تعميق للسوق واتساعه، حيث ستزداد كميات التداول بالشراء والبيع لهذه الصكوك، ويكون من صالح السوق المالية تنوع إصدار الصكوك والتعامل بها في تغطية الاحتياجات التمويلية والاستثمارية وتغطية عجز السيولة ... إلى غير ذلك .

٣/ ٣/ ٣: على مستوى الاقتصاد القومي:

تعاني الدول النامية ومنها البلاد الإسلامية من صعوبة توفير الموارد التمويلية اللازمة للاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل (وهو الدور الذي تمارسه بكفاءة الأسواق المالية في (الدول المتقدمة).

ويمكن للصكوك الإسلامية المساهمة في تنمية الاستثمارات الحقيقية عبر توفير موارد مالية ملائمة لهذه الاستثمارات، من حيث الآجال المطلوبة، ودرجة المخاطر، ونوعية القطاعات، وطريقة التمويل الملائمة... إلخ. حيث يمكن تصميم جرعات التمويل الملائمة من خلال التصكيك .

ويترتب على تشغيل آلية الصكوك الإسلامية في حشد المدخرات وتوجيه الاستثمارات، كما ذكرنا الربط المباشر بين نشاطي الادخار والاستثمار على أساس قاعدة الربح والعائد

الحقيقي الناتج عن إضافات فعلية محققة، وزيادة في تنمية الثروة والدخل الفعلي، نتيجة لأنشطة إنتاجية حقيقية.

وهذا يترتب عليه زيادة حجم المدخرات المخاطرة وبالتالي زيادة تمويل الأنشطة الاستثمارية المنتجة واتساع قاعدة المشروعات الممولة في الاقتصاد القومي وستحدث زيادة ملموسة في حجم الاستثمار القومي . كما سنجد حدوث استقرار اقتصادي نتيجة استبعاد آلية القروض بفائدة التي تخلق أوضاعاً غير مستقرة بطبيعتها، وهذا الاستقرار سيدفع مرة أخرى إلى زيادة حجم الاستثمار والإنتاج، لأن القرارات الاقتصادية حينئذ تقوم على معلومات وتقديرات رشيدة، وفي النهاية سنري حشداً للمدخرات وتعبئة وتخصيص أكفأ للاستثمارات، والذي هو الأساس لتحقيق نحو سليم طويل الأجل، (أي التنمية الاقتصادية المستدامة) .

٣/ ٣/ ٤ : على مستوى المالية العامة:

الصكوك الإسلامية لها آثار متنوعة وأدوارا هاما على المستوى الاقتصادي الكلي، فهي من ناحية أولى تمثل أداة ملائمة للاستجابة للاحتياجات الرسمية بمختلف أغراضها وأشكالها، نظرا لتنوع الصكوك الإسلامية التي يمكن توظيفها في هذا المجال، وتميز كل نوع منها بخصائص وسمات خاصة به تجعله فعالا في توفير احتياجات بعينها بطريقة أعلى كفاءة.

ومن ناحية أخرى، لطالما واجه الاقتصاديون المسلمون السؤال عن البديل عن الفائدة على السندات الحكومية في القطاع المصرفي الإسلامي، وتشكل الصكوك الحكومية بالإجارة مثلاً جيداً للبديل .

ومن ناحية أخرى، تمثل الصكوك الحكومية بالفعل بدائل للودائع المصرفية، وعندما يكون على البنوك أن تتنافس على المدخرات مع أسواق الصكوك الحكومية، يقل هامش الوساطة معبراً عن ارتفاع الكفاءة في المصارف (١).

---

(١) مالكوم نايت، الدول النامية والتى تمر بمرحلة انتقال تواجه العولمة المالية، مجلة التمويل والتنمية،صندوق النقد الدولى، يونية ١٩٩٩ ، ص٣٤.

٣/ ٤ : الصكوك الحكومية كأداة للسياسة الاقتصادية:

ومع تنشيط سوق الصكوك الإسلامية الحكومية، فإن ذلك سيتيح للبنك المركزي إستخدامها في تنفيذ السياسة النقدية ويمكن تصور ذلك من خلال وضع المتطلبات القانونية لتلك النسبة من الصكوك التي تلتزم المؤسسات المصرفية وغير المصرفية بالاحتفاظ بها .

ففي أوقات الانكماش، وإذا كنا بصدد سياسة نقدية توسعية، فإنه يمكن خفض هذه النسبة حتي يتاح المزيد من الأموال للاستثمارات الخاصة، وإذا كنا بصدد سياسة نقدية تقييدية، فقد يرفع البنك المركزي هذه النسبة لكي يمكن تجميد أموال الاستثمار الخاصة بالمؤسسات المالية بصورة فعالة (١).

وباستخدام الصكوك الإسلامية في توفير التمويل لأنشطة الاقتصاد العام، سينخفض نصيب السندات بفائدة في التمويل، ويحل محلها التحويل بآلية الصكوك، وقد حدث تطور نوعي هام في هذا الصدد إثر قيام بعض الدول باستبدال السندات بفائدة بصكوك إسلامية مثل صكوك الإجارة، أو القرض الحسن . وهذا أيضاً ما يترتب عليه تخفيف العبء على الموازنة العامة نتيجة لاستبعاد الفوائد.

* * *

---

(١) محمد عارف، السياسة النقدية فى اقتصاد إسلامى لا ربوى، مجلة البنوك الإسلامية ، العدد ٨ ، ١٩٧٩ ، ص ٦٤.

الفصل الثاني

الصكوك الإسلامية ودورها في توفير الاحتياجات الاستثمارية

المبحث الأول

دور ومجالات الصكوك الإسلامية في توفير الاحتياجات الرسمية

١/١: توسع الاحتياجات الحكومية في الآونة الأخيرة:

يشهد دور الحكومة في الاقتصاديات المعاصرة توسعاً وبخاصة في مجال تنوع الأدوار التي تمارسها، والتي تشمل ضبط الأسواق ومعالجة أوجه قصورها، والتوسع في برامج الرفاه الاجتماعي، وضمان رفع الكفاءة البشرية للمواطنين، وبالتالي التمويل المتزايد لأنشطة التعليم والبحث العلمي والاهتمام الكبير ببرامج الصحة العامة والتدريب ومعالجة مشكلات التوتر الاجتماعي لبعض المناطق والفئات الاجتماعية ودمجها في المجتمع.

وتتطلب هذه الأدوار المتوسعة المزيد من النفقات العامة وبالتالي البحث عن مصادر تمويل أخرى بخلاف الموارد العامة السيادية - الضرائب - ، وهنا يأتي دور الصكوك الإسلامية كإحدى أكثر الأدوات المالية فاعلية وكفاءة، بدليل اتجاه بعض السلطات المحلية في أوروبا، وألمانيا على وجه الخصوص، لاستخدامها في توفير الموارد لتمويل بعض أوجه الإنفاق العام، كما توسعت ماليزيا في هذا المجال توسعا متزايدا في السنوات الأخيرة، وشهد هذا التوسع مجالات متنوعة وأغراض مختلفة حكومية يمكن توفير التمويل اللازم لها وبمقادير كبيرة من خلال استخدام آلية الصكوك الإسلامية - الحكومية - ، وكذلك برز هذا الاتجاه في دول الخليج العربي في الآونة الأخيرة.

وقد سجلت بعض التقارير انخفاض ميل الحكومات للتوجه نحو الاقتراض من مؤسسات الوساطة التقليدية، والاتجاه الذي يتقوى هو بيع الأوراق المالية الحكومية مثل حقوق الملكية وغيرها مباشرة إلى المستثمرين في السوق المفتوحة، ولهذا فإن وسائل التمويل التقليدية المصرفية على وجه الخصوص تشهد المزيد من الانكماش في دورها في توفير التمويل الحكومي، فضلا عن أن بيع الأوراق الحكومية لقطاع عريض من المستثمرين التي تشمل الأفراد والشركات بمختلف أنواعها، يتيح توفير أي حجم مطلوب من الأموال(١).

وتمثل الصكوك الإسلامية اتجاها حديثا في هذا الصدد، نظراً لما تتميز به عن الأوراق المالية التقليدية – السندات – ذات الفائدة الثابتة، والتي تبرز آثارها في تزايد العبء على الموازنة العامة نظرا لارتفاع تكلفة الفوائد الثابتة، وبخاصة على تلك الأنشطة الحكومية التي لا يكون لها عائد، أو يقل ذلك العائد، عن الفائدة المقررة.

٢/١: الصكوك الإسلامية ومدى ملاءمتها للاحتياجات الرسمية:

نتناول فيما يلي أنواع الصكوك الحكومية والتي يمكن أن تشمل:

- صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية.
- صكوك الإجارة الحكومية.
- صكوك الاستصناع.
- صكوك السلم.
- صكوك القرض الحسن.

ولكل نوع من هذه الصكوك مجالا يلائم استخدامه، ويتميز فيه باستجابته للاحتياجات الرسمية بطريقة مرنة.

---

(1) Peter, S Rose, capital market, Irwin, 2005, p. 670.

١/ ٢/ ١: صكوك المضاربة والمشاركة الحكومية:

وذلك لتمويل مشروع معين يدر دخلاً، وفقاً لصيغة المضاربة أو المشاركة على أن يشارك المكتتبون في الربح أو الخسارة في نتيجة الأعمال للمشروع، كما يمكن أن تكون هذه الصكوك وفقا لصيغة المشاركة المتناقصة، وفيها يتخارج حملة الصكوك على مدى سنوات، حيث يتناقص حجم تمويلهم سنوياً حتى يصفى نهائياً.

١/ ٢/ ٢: صكوك الإجارة الحكومية:

كما شملت الصكوك الحكومية الإسلامية توفير الأصول مثل المعدات والآلات بصيغة الإجارة المنتهية بالتمليك، ويتم إصدار صكوك الإجارة بقيمة هذه المعدات، وتخصيص حصيلة الإكتتاب فيها في توفير هذه المعدات والآلات للحكومة للإنتفاع بخدماتها مقابل حصول حملة الصكوك على الأجر السنوي الذي يوزع بينهم وفقاً للحصص النسبية، وتختلف صكوك الإجارة عن صكوك المشاركة والمضاربة في أن العائد ثابت في الإجارة بينما يكون متغيراً ارتفاعاً وهبوطاً في المضاربة والمشاركة .

١/ ٢/ ٣: صكوك الاستصناع الحكومية:

يشهد التطبيق المعاصر للصكوك الإسلامية في تمويل الاحتياجات الرسمية استخدام صيغة الاستصناع في توفير الأجهزة المصنعة للمؤسسات الحكومية مثل معدات المستشفيات ومثل الطائرات لوزارات النقل والمواصلات وغيرها من المعدات والآلات الأخرى.

١/ ٢/ ٤: صكوك السلم:

تستخدم صكوك السلم على نطاق أوسع من غيرها من الصكوك في توفير احتياجات

تمويلية معينة للحكومات، وذلك مثل الاحتياجات العاجلة للسيولة للإنفاق على التزامات عامة دورية في الأوقات التي لا تتوفر فيها السيولة اللازمة لدى الحكومات، فتقوم باستخدام صكوك السلم في توفير تلك السيولة مقابل الالتزام بتوفير سلع ومنتجات زراعية بكميات محددة وبمواصفات معينة في وقت محدد في المستقبل.

١ / ٢/ ٥: صكوك القروض الحكومية الحسنة:

هناك بعض الأنشطة والمرافق العامة التي لا تصلح لتمويلها صيغ المضاربة والمشاركة والإجارة، وتكون الحكومة في حاجة إلى الأموال اللازمة لتوفير بعض هذه الخدمات فتلجأ حينئذ إلى طلب القروض من الأفراد والمؤسسات وتدعوهم إلى الإكتتاب في صكوك بقروض عادة ما تكون قصيرة الأجل، وتضمن الحكومة سداد هذه الصكوك في موعدها المحدد. فصكوك الإجارة وسيلة مالية تصلح لتوفير الاحتياجات الرسمية من المعدات والآلات والسفن والطائرات والأصول الطبيعية كبعض الأراضي، والعقارات، أما الاستصناع فيقتصر استخدامها على توفير المعدات والأجهزة المصنعة كمستلزمات المستشفيات الرسمية وغيرها، وتستخدم صكوك السلم لتوفير احتياجات تمويلية معجلة للحكومات، للإنفاق على التزامات عامة دورية، وصكوك المشاركة المتناقصة تلائم تمويل المشروعات الاستثمارية الحكومية والمرافق العامة التي تدر دخلا، بينما يبرز دور صكوك القرض الحسن في نشر المشروعات الاجتماعية والتكافل والتعليم العام... إلخ.

***

المبحث الثاني

أهمية الإطار التشريعي في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية

١/٢: أهمية الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية:

يعتبر صياغة ووضع الإطار التشريعي أمرا له أهمية متميزة في تفعيل التعامل بالصكوك الإسلامية وبخاصة في مجال الاحتياجات الرسمية، وذلك نظرا للعوامل الآتية:

٢/ ١/ ١: الصكوك الإسلامية أداة مالية مستحدثة، ولهذا تحتاج إلى تفصيل الإطار التشريعي لها، لضمان توفير تنظيم التعامل بها، وتوحيد أسس المعاملات بهذه الأداة، وحتى لا تتنازع الرؤى حوله، وتختلف وجهات النظر، ويكون الإطار التشريعي هو الذي يضمن توحيد نظم التعامل في الواقع القانوني والعملي.

٢/ ١/ ٢: تجلب الصكوك أموال جمهور عريض من أفراد المجتمع، وكذلك من الشركات والمؤسسات، ولهذا فهي تعد وعاء عاماً، توظف فيه أموال المجتمع، فينبغي أن يكفل له حماية تتناسب مع طبيعته، وعموم التعامل به بين الأفراد والمؤسسات. وقد جرى العرف القانوني والعملي على أن الوعاء الجماهيري يتم وضع حماية قانونية له، حفاظا على أموال المجتمع.

٢/ ١/ ٣: من خصائص الصكوك الإسلامية أنها متنوعة بحسب العقد التي تتأسس عليه مثل السلم، والاستصناع، والإجارة بأنواعها (المؤقتة، المنهية بالتمليك)، والمضاربة، والمشاركة بأنواعها، والقرض الحسن، وكما أنها متنوعة من حيث غرض الاستخدام، ومجال التوظيف، والجهة المصدرة، والجهة المكتتبة... إلخ، ولهذا، يكون من المهم وضع الإطار القانوني الأساسي لتنظيم المعاملات بالصكوك.

٢/ ١/ ٤: نظراً لحداثة التعامل بالصكوك الإسلامية، نحتاج إلى بناء عرف في الواقع العملي حولها، وهذا العرف يكون بضمان وحدة السلوك والتصرفات وشيوع المعرفة بها وضمان عدم الخروج عنها، ويكون أساس إرساء هذا العرف في البداية من خلال تحديد الإطار التشريعي الملائم المنظم لهذه الأداة المالية المستحدثة، حتى يتعود أطراف التعامل عليه، ومن ثم يصدر منهم بعد ذلك بتلقائية وبالتزام ذاتي نظرا لثقتهم في أن الالتزام بقواعد الإطار التشريعي يضمن المحافظة على الحقوق المالية للأطراف، والتزام كل طرف بواجباته ومعرفة حقوقه بكل دقة ووضوح، ودخول سوق الصكوك الإسلامية بناء على هذا الفهم والتصرف السلوكي.

٢/٢: النقاط الأساسية المقترحة في الإطار التشريعي للصكوك:

٢/ ٢/ ١: الاعتراف بشرعية الصكوك الإسلامية التي لا تتضمن أية نوع من أنواع الفائدة المحددة، وهذا يتم بتشريع يسمح للحكومات وللشركات بإصدار صكوك إسلامية بأنواعها، وقد ينص على تحديد تلك الأنواع، أو يترك لها المجال مفتوحا لاستحداث أنواع جديدة ويكتفي بالتصريح بإصدار الصكوك، ونرى أن يتم السماح بإصدار هذه الصكوك دون تحديد أنواعها، وترك المجال مفتوحا لاستحداث أنواع جديدة من تلك الصكوك.

٢/ ٢/ ٢: في حالة الصكوك ذات العائد المتغير، يجب الإشارة إلى القواعد التي تحكم تحديد هذا العائد وتوزيعه.

٢/ ٢/ ٣: الاعتراف بالصكوك كأداة مالية يمكن للبنك المركزي استخدامها في عملياته في السوق المفتوحة سواء في جانب الأصول أو الخصوم.

٢/ ٢/ ٤: السماح للبنوك العاملة بشراء جزء من الصكوك الحكومية، واعتبارها من أدوات السيولة لدى تلك البنوك.

٢/ ٢/ ٥: تحديد قواعد وضوابط إصدار الصكوك وكذلك قواعد وضوابط تداولها، وكذلك العقوبات المقررة على مخالفتها.

٢/ ٢/ ٦: وضع الإطار القانوني لإجراءات التقاضي في المنازعات حول الصكوك.

٢/ ٢/ ٧: وضع قواعد حاكمة لحماية حقوق حملة الصكوك، ومنع التلاعب بحقوقهم، وتنظيم نشاط الوسطاء.

٢/ ٢/ ٨: معالجة أحوال استرداد الصكوك في أحوالها المختلفة، قبل انتهاء أجلها، وعند الأجل، وكذلك قواعد تحويلها إلى أسهم، أو إلى غيرها من الأوراق المالية.

٢/ ٢/ ٩: وضع إطار كامل للتشريعات القانونية للتعامل بالصكوك الإسلامية، أي التنظيم القانوني لسوق التداول بالصكوك الإسلامية، من جميع جوانبه، مثل قواعد التعامل، الوكالات المتخصصة في التقييم... إلخ.

والخلاصة: نجد أنه على مستوى استخدام الصكوك

- كوسيلة للتمويل الجزئي للشركات.
- أو كوعاء ادخاري للبنوك.
- أو كوسيلة لتوظيف بعض مواردها.
- أو كوسيلة تمويل للاحتياجات الرسمية للحكومات والمنشآت العامة، في كل هذه الأحوال نجد أن:

أولاً: الإطار التشريعي إما أنه غائب تماماً في معظم البلاد الإسلامية والعربية، حيث يترك التعامل بالصكوك من غير إطار تشريعي منظم، ويبدو أن التعامل بالصكوك الإسلامية متروك للاجتهاد ويتوقف على مدى الخبرات المتوفرة والظروف الحاكمة.

ثانياً: في بعض الحالات الأخرى في بعض الدول الإسلامية التي صدر لها إطار تشريعي للصكوك، يلاحظ أن هذا الإطار لم يستكمل بعد.

ثالثاً: يلاحظ أيضا غياب الإطار التشريعي والتنظيمي لتداول الصكوك، هي مسألة هامة وحاسمة في بناء وتطوير سوق لتداول الصكوك، مما يعوق من التوسع في هذا السوق، ويحد من فرص المشاركة في هذا السوق من قبل العملاء الراغبين في دخول هذا السوق، وبالتالي عدم توفر الفرصة لهؤلاء العملاء كأفراد ومؤسسات خاصة وعامة للاستفادة من الصكوك الإسلامية، على مستوى كل من استخدامها كوعاء ادخاري، أو كوسيلة حشد التمويل للأنشطة الاستثمارية والاقتصادية المتنوعة.

ولهذا، فإن عملية تأسيس واستكمال الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية لا يزال يشكل عائقا رئيسيا، ويمثل أهم التحديات التي تواجه تطور ونمو نظام التعامل بالصكوك الإسلامية، وهو ما كان له أثر سلبي في نمو سوق الصكوك الإسلامية وأضعاف الحماية القانونية لعملية التعامل بها.

* * *

المبحث الثالث

مقترح تشريعي للصكوك الإسلامية

الجوانب القانونية للصكوك

١/٣: الجوانب القانونية الحاكمة للصكوك:

يقتضي التعامل بالصكوك الإسلامية استيفاء الجوانب القانونية الحاكمة، ومنها:

٣/ ١/ ١: عقد الإصدار:

وهو العقد الذي يصدر صك الاستثمار على أساسه، ويكون عقدا من العقود الشرعية، وهو الذي يحدد علاقة التعاقد بين المنشئ والمكتتبين، ويجوز إصدار صكوك لاستثمار حصيلة الاكتتاب فيها على أساس عقد من عقود الاستثمار الشرعية، وتترتب على عقد الإصدار جميع آثار العقد الذي يصدر الصك على أساسه، وذلك بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك، وتتحدد العلاقة بين طرفي عقد الإصدار وفق نوع العقد وصفته الشرعية.

٣/ ١/ ٢: شركة الغرض الخاص:

هي الجهة الاعتبارية التي تمثل المستثمرين بحيث تكون الوعاء الذي تنتقل إليه ملكية الموجودات، وتتم من خلاله تنفيذ التعامل بصفته ممثلا عن المستثمرين المتعددين الذين لا يمكن التعامل معهم بشكل فردي.

٣/ ١/ ٣: مدير الإصدار:

وهو الذي يتولى عملية الإصدار والترويج لها وتغطية التمويل المطلوب، وتحديد قيمة الصك وتوزيعها على المستثمرين.

٣/ ١/ ٤: المستثمرون:

هم المكتتبون المتعددون في الصكوك، أي حملة الصكوك المصدرة.

٣/ ١/ ٥: الصك:

هي الورقة المالية التي تعطي حاملها حقوقا مالية على شركة الغرض الخاص، أو على الموجودات التي استثمرت فيها حصيلة الصكوك، وله قيمة مالية مثبتة عليه، ومدون عليه شروط وحقوق حملة الصكوك.

٣/ ١/ ٦: التداول:

أي المكان أو السوق الذي يجرى فيه تداول الصكوك مثل بورصة كوسمبورج، أو قطر أو الإمارات (١).

٢/٣: نشاط التعامل بالصكوك:

كما يتوقف رسوخ نشاط التعامل بالصكوك الإسلامية على استكمال المؤسسات للنظام الحاكم للصكوك الإسلامية، وتوفير السوق المالية للصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى إنشاء وتطوير النظم الرقابية في مواجهة المستجدات والأخطار (٢).

بالإضافة إلى ذلك تنظيم لوائح السوق والتطبيقات في مجال الإصدار الأول والتداول في السوق القانوني، وبخاصة تقرير نظام حماية للمستثمرين والشفافية واستقرار النظام والبنية الأساسي للسوق القانوني مثل التداول ونظم المقاصة والتسوية ولوائح السوق والتوافق مع الشريعة (٣).

---

(١) هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار هيئة المحاسبة والمراجع لصكوك الاستثمار، ٥/ ١/ ١ والمواد الأخرى.

(٢) التقرير السنوي للبنك الإسلامي للتنمية ١٤٢٦هـ، ص١٦٦.

(٣) البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي ١٤٢٥هـ، ص٧٨.

وقد تبنت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في رمضان ١٤٢٣هـ نصا لمعيار شرعي يتعلق بصكوك الاستثمار، ومن بين السمات البارزة لهذا النص ما يلي:-

- في حالات التوريق الجماعي ينبغي ألا تتجاوز الذمم المستحقة والأصول التي في حكم النقد نسبة ٤٩٪ من الوعاء الإجمالي للتوريق.

- في حالة الاستصناع أو الإجارة، يمكن تنفيذ الإصدار في إطار عقد رئيسي تتبعه عقود صغيرة.

- يجوز تضمين خيار قابلية التحويل في عقد الدين.

- يجوز أيضا مزج العقود واستحداث أدوات مختلطة (١).

وخلال الأعوام الثلاثة الماضية، كانت هناك أنشطة كثيرة في مجال إصدار الصكوك، من الحكومات والشركات، وهذه الصكوك قائمة على السلم والإجارة، والاستصناع وعلى الجمع بين الاستصناع والإجارة، وعلى أساس المحافظ المجمعة، وجاءت هذه الزيادة الكبيرة في إصدار الصكوك بصفة رئيسية، نتيجة لتوحيد نموذج الاتفاقية من الناحية الشرعية.

٣/٣: أنواع الصكوك بحسب الضمان:

وقد ظهرت في السنوات الأخيرة ثلاثة أنواع من الصكوك بحسب أنواع الضمان التي يرتكز عليها الإصدار، فهناك:-

- الصكوك المضمونة بمشروعات.

- الصكوك المضمونة بأصول.

- الصكوك المرتكزة على قوة القوائم المالية للجهة المقترضة.

---

(١) البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي ١٤٢٤هـ، ص٨٨.

٣/ ٣/ ١: الصكوك المضمونة بالمشروعات:

ومثـال على الصكوك المضمونـة بمشروعات احتاجت حكومة قطر في عام ٢٠٠٣م لتعبئة موارد لإنشاء مدينة حمد الطبية في الدوحة. فتم إنشـاء أداة خاصة هي شركة الصكوك القطرية العالميـة ذات المسئولية المحـدودة. وقـد حصلـت هذه الشركة عـلى ملكية قطعـة الأرض التي سـجلت باسـم مدينة حمد الطبيـة. وثم إصدار شـهادات ائتمان قائمة على الإجـارة بقيمة ٧٠٠ مليون دولار أمريكي، تكون مستحقة بحلول أكتوبر ٢٠١٠م بمعدل عائد سنوي عائم يساوي ليبور + ٤٥. ٪.

٣/ ٣/ ٢: الصكوك المضمونة بالأصول:

ومـن أمثلتها ما أصدرته دولة البحرين وماليزيا في فبراير ٢٠٠٤م، حيث أعلنت البحرين عن إطلاق أول صكوك إجارة لمدة ٥ سـنوات بمبلغ ٢٥٠ مليون دولار أمريكي لتشييد مطار. وكانـت الأصول هـي أرض المطار التي بيعت لشركة الأغراض الخاصـة. وقد قام بترتيب هذا الإصدار بنك الاسـتثمار الإسـلامي التابع لسـيتي بنك وسـوف يتم إدراجه في سـوق الأوراق المالية في البحرين ولكسمبورج.

وفي عـام ٢٠٠٢م، أصـدرت حكومة ماليزيا شـهادات ائتـمان بمبلـغ ٦٠٠ مليون دولار أمريكـي تصبح مسـتحقة في عام ٢٠٠٧م، وهي قائمة عـلى مفهوم الإجارة. ويملك كل حامل للشهادة، حق ملكية قطع أراضي خلال الفترة من يوليو ٢٠٠٢م إلى يوليو ٢٠٠٧م. وبموجب هذا الترتيب قامت الحكومة ببيع حق المستفيد في الأراضي إلى شركة الصكوك العالمية الماليزية. ومن ثم أعيد بيع هذه الصكوك إلى المسـتثمرين لمدة ٥ سـنوات واحتفظته الشركة بحق المستفيد في الممتلكات في صندوق ائتمان، وأصدرت شهادات ائتمان بمعدل عائم صكوك للمستثمرين، بأسعار تستند إلى منحنى الائتمان السيادي لحكومة ماليزيا عوضاً عن قيمة الأصول.

٣/ ٣/ ٣: الصكوك المضمونة بالقوائم المالية:

ومثال للصكوك المضمونة بقوة القوائم المالية للجهة المقترضة، هناك صكوك البنك الإسلامي للتنمية التي أصدرها في أغسطس ٢٠٠٣م.

وقد برزت الحاجة لتعبئة الموارد لتلبية حاجات الدول الأعضاء المتنامية من التمويل، وقام البنك بتعبئة الموارد من الأسواق المالية الدولية بإصدار صكوك لخمس سنوات بلغت قيمتها ٤٠٠ مليون دولار تستحق في عام ٢٠٠٨م، وتقوم صكوك البنك على ضمان قوائمه المالية للجهة المقترضة، لأن أداء الأرصدة يضمنه البنك نفسه.

ومنذ عام ١٩٩٨م، تصدر حكومة السودان وبنك السودان شهادات المشاركة الحكومية، وشهادات المشاركة للبنك المركزي بخصخصة مؤقتة لأسهم الحكومة في شركات القطاع العام. ويتم إصدار شهادات المشاركة الحكومية لتعبئة الموارد لتمويل العجز في الموازنة، بينما يتم استخدام شهادات البنك المركزي بصفة رئيسية كأداة للسياسة النقدية، وفي أبريل ٢٠٠٣، قامت حكومة السودان بإصدار صكوك الاستثمار الحكومية لأول مرة، بقيمة ٦ بلايين دينار سوداني، ويتم بيع هذه الصكوك للأفراد والشركات والمؤسسات المالية، بهدف تعبئة الموارد لتمويل الأصول والمشاريع الحكومية، عن طريق صيغ الإجارة، والمرابحة، والاستصناع. ويتم تداول هذه الصكوك في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وتقوم شركة الخدمات المالية السودانية بإدارة هذه الصكوك المضارب نيابة عن وزارة المالية، وتمثل هذه الصكوك أسهما في مشاريع حكومية محددة، ولذا، فإن قيمة الصك تتوقف على أداء المشاريع الممولة (١).

* * *

---

(١) البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي، ١٤٢٤هـ، ص٨٨، ٩١.

المبحث الرابع

استعراض التجارب الحكومية في الصكوك

نتناول فيما يلي بعض تطبيقات الصكوك الإسلامية الحكومية التي أصدرتها وتعاملت بها بعض الحكومات وذلك لتغطية احتياجاتها من الأموال بديلاً عن أدوات الدين العام بفائدة.

وفيما يلي نستعرض بعض النماذج للصكوك الحكومية التي أصدرتها بعض البلاد منها:

١/٤: باكستان:

قامت باكستان سنة ١٩٨٠ بإصدار شهادات المشاركة لآجال متوسطة وطويلة الأجل بديلاً عن إصدار السندات بفائدة، ويمول شهادات المشاركة أفراد ومؤسسات وكانت تعطي عائداً كل ستة أشهر تحت الحساب لحين التسوية النهائية، وقد اتجهت باكستان لتشجيع التعامل بهذه الصكوك في السنوات الأولي من التعامل بها إلى ضمان حد أدني من الربح لشهادات أو لصكوك المشاركة . وفي السنوات الأخيرة اتجهت باكستان إلى الأخذ بصكوك أو شهادات المرابحة .

كما أصدرت باكستان صكوك للإجارة بلغت قيمتها ٦٠٠ مليون دولار ومدتها خمس سنوات، وتم تحديد العائد على الصكوك على أساس معدلات التعامل بين البنوك في لندن بالدولار الأمريكي لمدة ستة اشهر + ٢٢٠ نقطة أساسية، وقد شارك بنك دبي الإسلامي في إدارة هذه الصكوك الذي شهد إقبالاً كبيراً فاق التوقعات، حيث أغلق الاكتتاب عند ٢ , ١ مليار دولار.

وتكرر هذا الإصدار مرة أخرى بعد ذلك بحجم إصدار مستهدف كان يبلغ ٥٠٠ مليون دولار، ولكن تمت زيادته بعد الإقبال الشديد من المستثمرين.

أما الإصدار الحكومي الثالث من قبل جمهورية باكستان الإسلامية فيقوم به بنك HSBC.

٢/٤: البحرين:

بدأت مؤسسة نقد البحرين في إصدار صكوك الإجارة والسلم في عام ٢٠٠١، ثم أصدرت حكومة البحرين مجموعة متتالية من إصدارات الصكوك الإسلامية بلغت حتي أوائل هذا العام نحو أحد عشر إصداراً حكومياً في سلسلة صكوك الإجارة الصادرة عن مؤسسة نقد البحرين، ويبلغ إجمالي قيمتها ١,٢١ مليار دولار.

وفي عام ٢٠٠٤م أصدرت البحرين صكوكاً إسلامية بقيمة ١,٣ مليار دولار. وقد أعلنت حكومة البحرين أنها ستحول جزءاً من ديونها إلى سندات إسلامية، وقال مسئول لرويترز إن مؤسسة نقد البحرين قد حولت سندات تقليدية قيمتها ٣٠٠ مليون دولار إلى صكوك تأجير في العام ٢٠٠٤م، كما تنوي إصدار سندات إسلامية لتحل محل سندات بفائدة قيمتها ١٠٠ مليون دولار حان أجل استحقاقها .

٣/٤: قطر:

وقد اتجهت دولة قطر إلى استخدام الصكوك الإسلامية في المالية العامة للدولة، وقد بدأ استخدام الصكوك الإسلامية الحكومية لأول مرة في عام ٢٠٠٢م، ثم أصدرت حكومة قطر في عام ٢٠٠٤م صكوكاً إسلامية بقيمة ٧٠٠ مليون دولار، وسيشهد المستقبل مزيداً من التوسع في إصدار الصكوك الإسلامية الحكومية لتوفير التمويل للنفقات العامة .

٤/٤: ماليزيا:

ترجع بداية العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا إلى عام ١٩٨٣ مع إصدار قانون العمل

المصرفي الإسلامي وتأسيس أول بنك إسلامي ماليزي هو «بنك إسلام ماليزيا برهاد»، وفي عام ١٩٩٣ دخل نظام العمليات المصرفية بدون فوائد إلى العمل، وهو النظام الذي أسس قيام سوق نقدي إسلامي في ماليزيا. وقد تضمن قانون الاستثمار الحكومي لعام ١٩٨٣م السماح للحكومة بإصدار شهادات لا تحمل فائدة، والمعروفة باسم « شهادات الاستثمار الحكومي».

وشهادات الاستثمار الحكومي لا يقتصر التعامل بها على «بنك إسلام ماليزيا» ولكنها أتيحت لكافة المؤسسات الأخرى في النظام المالي والمصرفي الماليزي، بالإضافة إلى الأفراد، وتحدد الغرض من إصدار هذه الشهادات في حصول الحكومة على الأموال اللازمة لتمويل إنفاقها على مشروعات التنمية، والعائد على هذه الشهادات لا يحدد مقدماً، وتصدر هذه الشهادات وفقاً لمبدأ القرض الحسن، وشكلت لجنة تشارك فيها جهات حكومية ودينية، لتحديد عائد يوزع على حملة الشهادات، وذلك عند حلول أجل الاستحقاق، إذا كانت الشهادة لمدة عام، أو إعلان العائد بعد عام إذا كانت الشهادة لمدة أجل أكثر من العام، وتصدر الحكومة الشهادات لمدة عام أو عامين أو خمسة أعوام، وهناك شهادات بآجال أطول، وقد تجاوز الرصيد القائم من هذه الشهادات عدة بلايين من الدولارات (١).

وتعتبر شهادات الاستثمار الحكومية الإسلامية في ماليزيا البديل الإسلامي لأذونات وسندات الخزانة، وفي نفس الوقت يمكن للبنك المركزي استخدامها كأداة من أدوات عمليات السوق المفتوحة، وأداة يستخدمها البنك الإسلامي لاستثمار فوائضه من السيولة النقدية... الخ.

وقد شهدت الصكوك الإسلامية الحكومية في ماليزيا تطوراً لاحقاً، وذلك بإصدار صكوك الإجارة الإسلامية، فمثلا في ديسمبر ٢٠٠٤م قام بنك نوربيا/ البحرين بإدارة عملية الاكتتاب في صكوك إسلامية لصالح ولاية (ساراواك) الماليزية وكان المبلغ المطلوب للإصدار ٣٥٠ مليون دولار، في حين بلغ المبلغ المكتتب به نحو ١,٣ مليار دولار.

---

(١) د.أسامة الفولى، مرجع سبق ذكره، ص ٦٦.

٥/٤: مصر:

استحدث القانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨م نوعية جديدة من التمويل في مصر تعتبر بديلاً للسندات وأذونات الخزانة، وهي :

١- صكوك الاستثمار.

٢- صكوك التمويل ذات العائد المتغير .

وحدد القانون قواعد إصدار هذه الصكوك وقواعد توزيع الربح على حملة الصكوك، وأجاز إصدار صكوك تمويل قابلة للتحويل إلى أسهم، وتقيد صكوك التمويل في البورصة خلال سنة من تاريخ التغطية أو قفل باب الاكتتاب، وقد تمتع نظام هذه الصكوك بمرونة من حيث :

١- المشاركة (متعددة أو محددة) .

٢- الاسترداد : استردادها أو تحويلها إلى أسهم .

٣- المدة : قصيرة أو متوسطة أو طويلة .

٤- العائد : شهري أو سنوي أو في نهاية المدة .

٥- التداول : مقيدة أو غير مقيدة في البورصة .

٦- التمويل : مستمر أو مؤقت .

٧ - الجهة : قطاع عام أو قطاع خاص. وهو المهم.

وبذلك أوجدت هذه الصكوك أدوات تمويل للقطاع العام وفقاً للنظام الإسلامي، ولكن إلى الآن لم يتم تفعيل هذه الأداة عملياً .

٦/٤: إيران:

في جمهورية إيران الإسلامية تصدر الحكومة سندات مشاركة لمشروع محدد، على أن يقوم بالإصدار أمناء الاكتتاب، ويضمن المصدر حداً أدني من الربح، وإذا زاد عن ذلك يوزع بعد إنتهاء المشروع، وإذا لم يتحقق ربح وقع عبء الخسارة على عاتق المصدر، ويتولي «بنك مللي طهران» إصدار سندات بلدية طهران، ويضمن حداً أدني من العائد، وقد أصدرت بلدية طهران في عام ١٩٩٤م، صكوك مشاركة لإعادة بناء طريق «نافاب» السريع وفقاً لهذه الشروط .

٧/٤: ألمانيا:

لم يقتصر استخدام الصكوك الإسلامية على مستوى البلاد الإسلامية، بل تم استخدامها من قبل سلطات بعض الولايات في البلاد غير الإسلامية .

فقد شارك بيت التمويل الكويتي في إصدار أول صكوك إجارة لدولة أوروبية وفق الشريعة الإسلامية، ومدة الصك خمس سنوات قيمتها ١٠٠ مليون يورو، لصالح ولاية « سكسوني انهلت » الألمانية، وبلغت حصة بيت التمويل الكويتي ٣٠ مليون يورو .

٨/٤: تجربة تنويع آجال الصكوك لدى البنك الإسلامي للتنمية:

كانت بداية صكوك الإجارة التي أطلقها البنك الإسلامي للتنمية سنة ١٤٢٤هـ فكرة مبتكرة لورقة مالية موافقة للشريعة مدتها خمس سنوات، كان المستهدف من هذا الإصدار في البداية تعبئة ٣٠٠ مليون دولار، ثم رفعه إلى ٤٠٠ مليون دولار استجابة لطلب السوق.

وفي إطار الخطة الاستراتيجية للبنك، ومن أجل تمويل المشروعات التنموية بالدول الأعضاء، استحدث البنك في يونيو ٢٠٠٥ هيكلا لصكوك جديدة سماه «برنامج أذونات متوسطة المدى» ويلفت قيمته بليون دولار أمريكي، استحقاق ٥ سنوات، وبمعدل عائم يدفع مرتين في السنة.

كما تمت هيكلة صكوك «الأذونات القصيرة المدى» على أساس أصول إجارة واستصناع وبيع لأجل وقد تميزت هذه الصكوك - الأذونات قصيرة الأجل - بإقبال شديد من المستثمرين، حتى إنه تم تخصيص نسبة ٤٤٪ فيها لمؤسسات من الدول غير الأعضاء (أي غير الإسلامية)، كما أنها ساعدت على تحقيق منحنى تكلفة يميل إلى الانخفاض (١).

* * *

---

(١) البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي ١٤٢٦هـ (٢٠٠٦) ص١٦٧.

المبحث الخامس

تقييم تجربة الصكوك الإسلامية في مجال توفير الاحتياجات الرسمية

شهدت الأعوام العشرة الماضية تطورا نوعيا في مجال النشاط المصرفي والمالي الإسلامي، وذلك بالتوجه إلى إصدار الصكوك لاستخدامها كأداة ادخارية واستثمارية لكل من البنوك الإسلامية والشركات بمختلف أنشطتها وكذلك الحكومات. وكان الاتجاه الحكومي نحو استخدام الصكوك في توفير الاحتياجات التمويلية الرسمية تطورا بارزا، نظرا لمعدلات النمو السريعة في حجم التمويلات الحكومية باستخدام الصكوك، وقد تعددت الدول التي اتجهت هذا الاتجاه فشملت كل من: باكستان، البحرين، قطر، ماليزيا، مصر، السودان، إيران بالإضافة إلى بعض حكومات الولايات في جمهورية ألمانيا.

١/٥ تقييم تجربة قطر وماليزيا:

وفي تجربة دولة قطر كانت الصكوك من نوع الصكوك المضمونة بمشروعات كما في المشروع الحكومي لإنشاء مدينة حمد الطبية في الدوحة، وتم إصدار صكوك الإجارة لجمع الأموال من المستثمرين على أساس معدل سنوي متغير.

أما في حالة الصكوك التي أصدرتها حكومة ماليزيا فكانت من نوع الصكوك المضمونة بأصول وفقا لصيغة الإجارة، وتعطي حملة الصكوك معدل عائد متغير.

٢/٥ تقييم تجربة السودان:

أما في تجربة حكومة السودان فقد أصدرت الحكومة شهادات المشاركة الحكومية لتعبئة الموارد لتمويل العجز في الموازنة، بالإضافة إلى إصدار صكوك الاستثمار الحكومية التي تم

بيعها للأفراد والشركات والمؤسسات المالية بهدف تعبئة الموارد لتمويل الأصول والمشروعات الحكومية عن طريق صيغ الإجارة والمرابحة والاستصناع، وهذه الصكوك قابلة للتداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية، وقيمة الصك تتوقف على أداء المشروعات الممولة.

وهذه التجربة السودانية في الصكوك الحكومية تجربة متميزة حيث تستخدم صكوكا للمشاركة والمضاربة بالإضافة إلى الإجارة، وبذلك تتميز بتنوع الصكوك، وطبيعة العلاقة، وأسس تحديد العائد عليها، بالإضافة إلى كونها قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية الرسمية مما يوفر لها ميزة التمتع بالسيولة.

٣/٥ تقييم تجربة البنك الإسلامي للتنمية:

وللبنك الإسلامي للتنمية تجربة رائدة في مجال الصكوك، حيث استخدمها في توفير التمويل لبعض المشروعات، وفي توفير التمويل أيضا لبعض الدول الأعضاء، وتتميز تجربة البنك الإسلامية للتنمية بأنها تجمع الأموال من الأسواق المالية الدولية بضمان القوائم المالية للبنك نفسه.

٤/٥ تقييم تجربة دولة البحرين:

وبالنسبة لتجربة دولة البحرين فقد استخدمت صكوك الإجارة لتوفير الموارد اللازمة للحكومة لإنشاء بعض المشروعات وبخاصة مشروعات المرافق الأساسية، وقامت بتوفير التداول لهذه الصكوك في سوق الأوراق المالية في البحرين ولكسمبورج.

وتعتبر تجربة البحرين انتقالاً نوعياً في إصدار الصكوك، حيث قامت الحكومة بإحلالها محل السندات وبذلك تحل الصكوك الإسلامية محل الأدوات المالية التقليدية في خطوة مميزة، تغير من هيكل أدوات المالية العامة لتتجه إلى الأدوات المالية الإسلامية، كما تعكس صلاحية

الصكوك الإسلامية ليس فقط بالنسبة لتوفير أدوات لتمويل المالية الحكومية، وإنما أيضا للإحلال محل السندات بفائدة، في بادرة تفتح الباب واسعاً أمام التوسع في استخدام الصكوك الإسلامية لإعادة هيكلة أدوات المالية العامة.

٥/٥ تقييم تجربة باكستان:

أما بالنسبة لتجربة باكستان فتعتبر التجربة الأقدم في هذا المجال حيث قامت باكستان سنة ١٩٨٠م بإصدار شهادات المشاركة لآجال متوسطة وطويلة بديلا عن إصدار السندات بفائدة، وكانت تعطي هذه الشهادات عائدا كل ستة أشهر تحت الحساب، ثم اتجهت باكستان في السنوات الأخيرة إلى الأخذ بصكوك المرابحة، ثم إصدار صكوك للإجارة.

٦/٥ تقييم موجز للتجارب السابقة:

وفي تقييم سريع وموجز لهذه التجارب، نورد الملاحظات التالية :

١- إن قيام بعض الحكومات باستخدام الصكوك الإسلامية في تمويل النفقات العامة لبعض المشاريع والأنشطة يعتبر تحولاً جذرياً، لأنه يؤسس لعنصر من العناصر الضرورية لاستكمال هيكل النظام المالي الإسلامي .

٢- لا تزال التجربة الحكومية في إصدار الصكوك الإسلامية في بداياتها الأولي، سواء من حيث الكم أو الهيكل للأدوات المالية المستخدمة، فلا تزال أدوات الدين العامة هي التي تشكل الغالبية العظمي في توفير التمويل الحكومي .

٣- يمثل استبدال أدوات الدين العام بصكوك إسلامية تحولاً نوعياً آخر، ينبغي مساندته وتدعيمه وتوفير الأدوات الملائمة لهذا التحول.

٤- أظهرت البيانات الخاصة بعمليات الاكتتابات في بعض إصدارات الصكوك الإسلامية (في حالة ماليزيا مثلاً) إلى أن الدعوة للاكتتاب في الصكوك قد استقطبت بنوكا ومؤسسات مالية إسلامية وتقليدية أسيوية وشرق أوسطية وأوروبية، مما يشير إلى إتساع قاعدة المؤسسات والبنوك، الراغبة في التعامل في الصكوك الإسلامية، مع تنوع في البنوك ما بين تقليدية وإسلامية، وكذلك وجود طلب محتمل متنامي على الصكوك الإسلامية.

٥- يمثل استخدام الصكوك الاسلامية في تمويل النفقات العامة لبعض الدول تحولاً جذرياً، لأنه يؤسس لعنصر من عناصر استكمال قيام سوق مالي إسلامي . كما يمثل استبدال أدوات الدين العام بصكوك إسلامية تحولاً نوعياً آخر، ينبغي تدعيمه والتوسع فيه .

٦- إن استخدام آلية الصكوك الإسلامية كأداة تمويل للنفقات العامة في البلاد غير الإسلامية يقدم دليلاً على صلاحية الصكوك من منظور الكفاءة والفاعلية كأداة تمويلية.

* * *

الخلاصة والنتائج والتوصيات

١- تشكل المبادئ والقواعد وعقود المعاملات الإسلامية أساساً مرنا لاستحداث أدوات مالية إسلامية متنوعة، ومنها إصدار والتعامل بالصكوك الإسلامية لمختلفي الأغراض والأنشطة والآجال.

٢- تتنوع الصكوك الإسلامية، تنوعاً واسعاً، فتشمل: صكوك المضاربة والمشاركة، والسلم، والاستصناع، والإجارة... إلخ، كما تتنوع الصكوك وفقا للآجال، فهناك الصكوك قصيرة الأجل، ومتوسطة وطويلة الأجل.

٣- هناك ثلاثة جهات حاليا تصدر الصكوك، هي:

أ- الصكوك الحكومية.

ب- صكوك البنوك والمؤسسات المالية.

ج- صكوك الشركات والمشروعات.

وتوظف الصكوك الحكومية لتوفير موارد مالية للوفاء بالاحتياجات الحكومية، أما صكوك البنوك والمؤسسات المالية فتصدر إما بفرض كوعاء ادخاري، أو كوسيلة لتوظيف الموارد، وبالنسبة لصكوك الشركات فتصدر عادة لجذب موارد مالية لها كجزء من الهيكل التمويلي لأنشطتها المختلفة.

٤- تشهد الآونة الأخيرة التوسع المضطرد في اتجاه الحكومات الإسلامية وغير الإسلامية نحو الصكوك الإسلامية كوسيلة لتوفير موارد مالية لتغطية الاحتياجات الرسمية للحكومات صكوك الإجارة بصفة خاصة.

٥- توجد مؤشرات قوية تعكس وجود ميول توسعية في سوق الإصدارات الإسلامية وقد حقق حجم سوق الإصدارات من الصكوك الإسلامية ارتفاعاً ملحوظاً في السنوات الأخيرة.

٦- يمثل الإطار التشريعي عاملاً حيوياً للتوسع في سوق الصكوك الإسلامية، نظراً لما يوفره من حماية وضبط للمعاملات وإرساء للأعراف واستقرار لها، ويتيح جذب متعاملين جدد إلى السوق.

تتطلب عملية إصدار وتداول الصكوك الإسلامية ضوابط فنية واستكمال الإطار التشريعي والمؤسسات المكملة لسوق الإصدار والتداول للصكوك وذلك في إطار الاتساق مع أحكام الشريعة وقواعدها وعقودها.

٧- يلاحظ غياب الإطار التشريعي للصكوك الإسلامية غيابا كاملا في بعض الدول الإسلامية، كما يلاحظ عدم استكماله في بعض الدول الإسلامية الأخرى.

ونوصي باستكمال هذا الإطار وشموله لكافة الجوانب والأنشطة المتعلقة بالتعامل في سوق الصكوك الإسلامية، سواء على مستوى سوق الإصدار أو السوق القانوني، مع مراعاة التوافق بين هذا الإطار القانوني وضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية.

* * *

المراجـــع

(مرتبة حسب ورودها في البحث)

١- د. فياض عبد المنعم، الصكوك الإسـلامية، الفجر للاستشارات الإدارية والاقتصادية، الكويت، المؤتمر المصرفي الإسلامي الثاني، أبريل ٢٠٠٥.

٢- د. منير هندى، الفكر الحديث فى إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٩.

٣- المجلس العام للمؤسسـات والبنوك المالية الإسـلامية، دليل البنوك والمؤسسـات المالية الإسلامية ٢٠٠٢، البحرين.

٤- د. محمد سراج، النظام المصرفى الإسلامى، دار الثقافة، القاهرة، ١٩٨٩.

٥- د. عبد السلام العبادى، سندات المقارضة، بدون.

٦- د. معبـد الجارحـى، نحو نظام نقدى ومالى إسـلامى الهيكل والتطبيق، مطبوعـات الاتحاد الدولى للبنوك الإسلامية، القاهرة.

٧- د. منـذر قحـف، سـندات القـراض وضمان الفريـق الثالث وتطبيقتهـا فى تمويل التنميـة فى البلاد الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامى، جامعة الملك عبد العزيز، مجلد ١، سنة ١٤٠٩هـ.

٨- صادق راشـد الشمرى، خدمات وحدات الثقة وإمكانية إدخالها إلى المصارف العراقية، مجلة إتحاد المصارف العربية، يناير ٢٠٠٥.

٩- محمد الطاهر بن عاشور، مقاصد الشريعة الإسلامية، الشركة التونسية للتوزيع، وما بعدها.

١٠- الكاسانى، بدائع الصنائع، مكتبة الكليات الأزهرية، القاهرة.

١١- زامر إقبال، النظم المالية الإسلامية، مجلة التمويل والتنمية، البنك الدولى، يونية ١٩٩٧.

١٢- مصطفـى الزرقا، عقد الاسـتصناع ومدى أهميته فى الاسـتثمارات الإسـلامية المعـاصرة، المعهد الإسلامى للبحوث والتدريب، البنك الإسلامى للتنمية.

١٣- د. شوقى دنيا، الأدوات المالية المستخدمة فى تمويل المشروعات، ندوة الصناعة المالية الإسلامية، البنك الإسلامى للتنمية، ٢٠٠٠م.

١٤-ابن رشد، بداية المجتهد ونهاية المقتصد، مكتبة الكليات الأزهرية، ١٩٨٦.

١٥-يوسف كمال، فقة الاقتصاد النقدى، دار القلم، ط ٢٠٠٢.

١٦-د. خالد محمد بودى، إدارة الأصول والخصوم فى المصارف الإسلامية، المؤتمر المصرفى الإسلامى الأول، شركة الفجر للاستشارات، الكويت، ٢٠٠٣.

١٧-مالكوم نايت، الدول النامية والتى تمر بمرحلة انتقال تواجه العولمة المالية، مجلة التمويل والتنمية، صندوق النقد الدولى، يونية ١٩٩٩.

١٨-محمد عارف، السياسة النقدية فى اقتصاد إسلامى لا ربوى، مجلة البنوك الإسلامية، العدد ٨، ١٩٧٩.

19- Peter, S Rose, capital market, Irwin, 2005...

٢٠-هيئة المحاسبة والمراجعة، معيار هيئة المحاسبة والمراجع لصكوك الاستثمار، ٥/ ١/ ١ والمواد الأخرى.

٢١-التقرير السنوي للبنك الإسلامي للتنمية ١٤٢٦هـ.

٢٢-البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي ١٤٢٥هـ.

٢٣-البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي ١٤٢٤هـ.

٢٤-البنك الإسلامي للتنمية، التقرير السنوي، ١٤٢٤هـ.

٢٥-د. أسامة الفولى، تقييم التجربة الماليزية في إقامة أول سوق نقدي إسلامي، المسلم المعاصر، العدد ٨٨، ١٩٩٨م.

* * *